Die Regelung des deutschen Kapitalmarktes seit 1933

INAUGURAL-DISSERTATION

ZUR ERLANGUNG DER DOKTORWÜRDE
DER WIRTSCHAFTS-
UND SOZIALWISSENSCHAFTLICHEN FAKULTÄT
DER JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT
ZU FRANKFURT AM MAIN

vorgelegt von

Gerhard Ruhl
aus Berlin-Charlottenburg

1938

Dissertationsdruckerei F. W. Kalbfleisch, Gelnhausen.

Referent : Professor Dr. W. Kalveram.

Korreferent : Professor Dr. Lüer.

Tag der mündlichen Prüfung : 28. Juni 1935.

GLIEDERUNG.

Seite

A. Einleitung. 5

I. Grundlegung. 5

II. Begriff und Funktion des Kapitalmarktes. . . . 6

B. Die beeinträchtigte Funktionsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes in der Nachkriegszeit. 9

I. Wesen und allgemeine Erscheinungsformen der Schwierigkeiten. 9

1. Die Vor- und Nachkriegsverhältnisse als Beurteilungsgrundlage. 9

2. Die allgemeinen Erscheinungsformen der beeinträchtigten Funktionsfähigkeit. 10

a. Die kapitalvernichtende Wirkung von Krieg und Inflation. 10

b. Das Mißverhältnis von Kapitalbedarf und die Möglichkeiten der Bedarfsdeckung. 12

II. Die Verschärfung der Schwierigkeiten durch eine fehlerhafte Wirtschaftspolitik. 20

1. Die der Kapitalbildung abträgliche Wirtschaftspolitik. . 21

2. Mangelnde Beeinflussung richtiger Kapitalverteilung und Verwendung. 24

III. Die speziellen Erscheinungsformen der beeinträchtigten Funktionsfähigkeit in summarischem Überblick über Entwicklung und Lage des deutschen Kapitalmarktes bis zu Anfang des Jahres 1933. 26

C. Die organische Kapitalmarktpolitik der nationalsozialistischen Regierung. 29

I. Die Grundzüge der neuen Kapitalmarktpolitik. . . . 29

II. Die Einzelmaßnahmen zur Verwirklichung der organischen Kapitalmarktpolitik. 33

1. Einleitende Maßnahmen zur Auflockerung des Kapitalmarktes. 33

a. Kontrolle des Kapitalmarktes. 34

b. Die landwirtschaftliche Schuldenregelung. . . . 34

c. Gemeindeumschuldung. 42

Seite

2. Die Maßnahmen zur Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes. 51
a. Die offene Marktpolitik. 51
aa. Begriff und gesetzliche Grundlagen. . . . 52
bb. Die Gründe für die Einführung. . . . 53
cc. Die Ziele. 55
dd. Die Durchführung. 56
b. Die Anleihestockgesetze. 61
aa. Der Grundgedanke. 61
bb. Die rechtlichen Grundlagen. 63
cc. Die Ziele. 64
dd. Die Durchführung. 66
aaa. Das Kapitalanlagegesetz vom 29. 3. 1934 . 66
bbb. Das Anleihestockgesetz vom 4. 12. 34. . . 69
ee. Die Auswirkung auf dem Kapitalmarkt. . . 70
c. Das Reichsgesetz über das Kreditwesen. . . . 73
aa. Die Grundlagen. 73
bb. Die gesetzlichen Vorschriften und ihre wirtschaftliche Bedeutung. 74
aaa. Änderung der Finanzstruktur der Banken. . 75
bbb. Die Normierung des Liquiditätsgrades. . 75
ccc. Trennung von Geld- und Kapitalmarkt. . 79
cc. Die Auswirkungen auf dem Kapitalmarkt. . . 81
d. Die den Kapitalmarkt beeinflussende Steuergesetzgebung. 82

D. Die Auswirkungen der organischen Kapitalmarktpolitik. . 85

I. Die Etappen auf dem Wege zur Zinssenkung. . . 86
1. Die Gemeindeumschuldungsanleihe und Auslandsbonds. . 86
2. Die 4%ige Reichsanleihe. 86

II. Die Konversionsreife des Kapitalmarktes. . . . 88
1. Die Zinsermäßigung bei Pfandbriefen und Kommunalobligationen. 89
2. Die Zinsermäßigung bei öffentlichen Anleihen. . . 91

III. Die Frage der Emissionsreife. 93

Literaturverzeichnis. 95

A. Einleitung.

I. Grundlegung.

Der Nationalsozialismus hat es sich zur Aufgabe gemacht, ohne die Wirtschaft in die Zwangsjacke einer Planwirtschaft nach marxistischen Begriffen zu zwingen, eine Besserung in der Lage der Volkswirtschaft durch eine völlige Neugestaltung der Wirtschaft herbeizuführen, die den Grundsatz: „Gemeinnutz geht vor Eigennutz" verwirklicht. Gegenüber einer allein auf dem Eigennutz als Triebkraft der Wirtschaft beruhenden Anschauung stellt der Nationalsozialismus eine solche, die den für das Gedeihen der Wirtschaft durchaus unentbehrlichen Eigennutz nicht völlig ausschaltet und das Eigentum in seiner Bedeutung für die sittliche Haltung des Volkes anerkennt. Die Handlungsfreiheit des Einzelnen findet aber in dem oben angeführten obersten Grundsatz der nationalsozialistischen Wirtschaftsidee ihre natürliche Einschränkung.

Alle wirtschaftlichen Maßnahmen sind von ihr getragen. Die gesamte Volkswirtschaft ist damit in ganz natürlicher Weise ein Gegenstand der Staatslenkung geworden, die den liberalen Grundsatz des „laisser faire, laisser passer" bewußt ablehnt.

Die wirtschaftlich fast trostlose Lage, der sich die Regierung Adolf Hitlers nach der Machtübernahme gegenübersah, machte sich auf mannigfache Weise bemerkbar; sie kam vor allem auch in der äußerst schwierigen Lage des Geld- und Kapitalmarktes zum Ausdruck.

Deshalb ist es verständlich, daß die Maßnahmen der nationalsozialistischen Regierung sich neben der dringlichen Beseitigung der Arbeitslosigkeit vor allem auf die Reorganisation des Kapitalmarktes richteten. Schon sehr bald nach der Machtübernahme setzten die Bemühungen der Regierung ein, dem Kapitalmarkt die reibungslose Funktionsfähigkeit wieder zu geben. Zu diesem Zweck waren die Maßnahmen möglichst umfassend und vielseitig: überall dort wurde der Hebel angesetzt, wo irgendwie Aussicht bestand, eine Besserung der Kapitalmarktverhältnisse durchzuführen.

Die vorliegende Arbeit hat es sich nun zur Aufgabe gesetzt, alle diejenigen Maßnahmen, die sich auf den Kapitalmarkt direkt oder zum Teil auch indirekt beziehen, zum Gegenstand einer Untersuchung zu machen. Es soll gezeigt werden, wie folgerichtig das Eingreifen der Regierung gewesen ist und wie das große Ziel der Kreditbereitstellung für die Arbeitsbeschaffung und der organischen Zinssenkung Schritt für Schritt erreicht worden ist.

II. Begriff und Funktion des Kapitalmarktes.

Die wirtschaftspolitischen Maßnahmen der nationalsozialistischen Regierung sollten auf eine organische Neugestaltung in bereits angedeutetem Sinne, also ohne hemmende Beeinträchtigung der freien Wirtschaftsführung, hinauslaufen. Zur Darstellung der neuen Kapitalmarktpolitik kann und muß die vorgefundene Lage, die sich aus den bis dahin herrschenden Grundsätzen heraus entwickelt hatte, als Ausgangspunkt der Betrachtung genommen werden.

Der Zusammenhang der Lage der Volkswirtschaft mit derjenigen des Geld- und Kapitalmarktes hat seine Ursache in der großen Bedeutung des Kredits für die moderne Verkehrswirtschaft. Dieser hat nach Sombart die „Ausdehnung der kapitalistischen Wirtschaft erst möglich gemacht", „die Ausdehnung verwirklicht", aber auch die „Künstlichkeit und Verwickeltheit der wirtschaftlichen Beziehungen auf den höchstmöglichen Grad gesteigert"[1]).

Die Mittel, mit denen dies bewirkt wurde, sind:

1. Beschleunigung des Kapitalumschlages,
2. Nutzbarmachung der Sparbeträge,
3. „Rettung" von potentiellem Kapital vor der Verwendung zu konsumtiven Zwecken[2]).

Der Kredit übt nach Sombart eine schöpferische Kraft dadurch aus, daß er „und in unserer Wirtschaft nur er allein produktive Anlagen auf lange Sicht ermöglicht"[3]). Einer der wichtigsten Produktionsfaktoren ist damit die durch den Kredit ermöglichte Kapitaldisposition, die im wirtschaftlichen Produktionsprozeß notwendig ist, weil sowohl die Produktion im engeren technischen Sinne als auch die Ausnutzung dauerhafter Produkte Zeit erfordert[4]). Juristisch betrachtet, tritt der Kredit in der Form des Darlehens in Erscheinung. Will man sein ökonomisches Wesen verstehen, so muß man folgenden Zusammenhang berücksichtigen[5]): bei der Kreditgewährung erfolgt eine Übertragung ökonomischer Verfügungsmacht über Güter auf Zeit. Der Kredit kann zu konsumtiven Zwecken oder „produktiv", d. h. zur Investition im Produktionsprozeß verwendet werden. Die letztgenannte Funktion des Kredits bedeutet, daß Einkommens- oder Vermögensteile von solchen

---

[1]) Vgl. Sombart, Das Wirtschaftsleben im Zeitalter des Hochkapitalismus. München und Leipzig 1927, S. 218 f.

[2]) Vgl. Sombart, a. a. O., S. 219.

[3]) Vgl. Sombart, a. a. O., S. 218.

[4]) Vgl. Cassel, Theoretische Sozialökonomie, Leipzig 1932, S. 178ff. Pisani, Die Zinsgestaltung in den Nachkriegsjahren, Diss. Hamburg 1931, S. 4.
Kalveram, Das Kapital im betriebswirtschaftl. Produktionsprozeß. Bankwiss. 10. Jg. 1933, S. 15 ff.

[5]) Vgl. Alfred Amonn, Objekt und Grundbegriffe der theoretischen Nationalökonomie, Wien 1911, S. 421;
H. Oswalt, Grundzüge der Geldtheorie, Jena 1929, S. 61 f.

Wirtschaftssubjekten, die davon keinen produktiven Gebrauch machen können, auf andere übertragen werden, bei denen die Fähigkeit oder die Möglichkeit dazu besteht. Dieser Kredit, durch welchen Mittel zur Investition bereitgestellt werden, wirkt sich wie echtes Kapital aus, d. h. Geldkapital wird in die Form des Kapitalgutes bezw. in „produzierte Produktionsmittel" überführt. In diesem Sinne werden wir im folgenden den Begriff des Kredits verstehen.

Der Ausgleich zwischen den Stellen eines Überflusses und eines Mangels an Kapital wird nach Schmalenbach dadurch geschaffen, daß „derjenige, der das Kapital erzeugt" es leihweise an einen anderen gibt, der es verwendet. „Hier liegt Fremdkapitalfinanzierung vor, und es entsteht Kapitalverkehr und aus ihm zwischen Gläubiger und Schuldner der Zustand des Kredits"[6]).

Die gedachte Einheit auf der sich der Ausgleich der marktmäßigen Kreditvorgänge vollzieht, ist der Geld- und Kapitalmarkt, wobei allerdings zu bemerken ist, daß die Benennung sowohl zur Unterscheidung beider Märkte als auch für die Feststellung ihres Gegenstandes nicht sehr glücklich ist[7]).

In der Praxis und überwiegend auch in der wissenschaftlichen Literatur wird in Anlehnung an den Sprachgebrauch unter dem Kapitalmarkt „der Markt für langfristige Kapitalien" verstanden, dem der Geldmarkt als „Markt für kuzfristige Kapitalien" gegenübergestellt wird[8]).

Diese Unterscheidung ist nicht gerade sehr tiefgründig; sie knüpft an das äußerliche Merkmal der Befristung der Kreditgewährung an. Für die vorliegende Untersuchung empfiehlt es sich, dabei nicht stehen zu bleiben, sondern auch die Funktion der beiden Märkte zu berücksichtigen.

Die Ware, deren Austausch sie vermitteln, ist Kredit in verschiedener Form. Nun ist es für die ökonomische Funktion des Kapitals keineswegs gleichgültig, in welcher Form der Kredit für diesen Zweck bereitgestellt wird[9]). Die Eröffnung oder die Verlängerung „produktiver Umwege" (Böhm-Bawerk) mit Hilfe des Kapitals bedeutet, daß Kaufkraft auf Zeit im Produktionsprozeß gebunden wird, daß langfristige Anlagen geschaffen werden. Der Unternehmer, der beispielsweise eine Maschine oder eine Fabrik herstellen will, benötigt zu diesem

---

[6]) Vgl. Schmalenbach, Kapital, Kredit und Zins. Leipzig 1933, S. 111.

[7]) Vgl. v. Beckerath, Kapitalmarkt u. Geldmarkt, Jena 1916, S. 3. Kalveram, Der Kapitalbegriff d. Betriebswirtschaftslehre, Bankwissenschaft, 9. Jg. 1932/33, S. 609 ff.

[8]) Vgl. Prion, Der internat. Geld- und Kapitalmarkt nach dem Kriege. München u. Leipzig 1918, S. 7.
Vgl. hierzu auch Spiethoff, Die äußere Ordnung des Kapitalmarktes. In: Schmollers Jahrbuch 1909, S. 445 ff.

[9]) Vgl. A. Spiethoff, Ueber Kapital-, Geld- und Gütermarkt in ihrem Verhältnis zueinander, in: Schmollers Jahrbuch, Bd. 33, München und Leipzig 1909.

Zwecke langfristig gebundenen Kredit. Dieser wird ihm von solchen Wirtschaftssubjekten gewährt, die ein Interesse daran haben, ihr Geld auf lange Sicht anzulegen.

Allerdings ist auch hinsichtlich des Kapitalmarktes noch zu beachten, daß dieser es nicht „mit einer einheitlichen Kapitalmasse zu tun hat, sondern mit Kapitalkategorien, die sich in mannigfacher Form und nach den verschiedensten Richtungen hin unterscheiden, sodaß man nicht mehr von einem einheitlichen Kapitalmarkt sprechen kann und das Ganze aufgelöst sieht in eine Reihe von zwar untereinander nicht unabhängigen, aber doch verhältnismäßig selbständigen Kapitalmärkten"[10]).

Die für die Zwecke der Arbeit am besten zu verwendende Einteilung des Kapitalmarktes ist die von Somary, welcher nach organisiertem und nicht organisierten Kapitalmarkt gliedert[11]). Zum ersteren rechnet er den Effektenmarkt, während der nicht organisierte Kapitalmarkt den übrigen Markt langfristiger Beleihungen darstellt. Die folgenden Ausführungen beschränken sich auf die Untersuchung des organisierten Kapitalmarktes, wobei insbesondere aus später noch zu erörtenden Gründen der Rentenmarkt im Vordergrund der Betrachtungen steht.

---

[10]) Vgl. Schmalenbach, a. a. O., S. 114.
[11]) Vgl. Somary, Bankpolitik, Tübingen 1930, S. 217.

B. Die beeinträchtigte Funktionsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes in der Nachkriegszeit.

I. Wesen und allgemeine Erscheinungsformen der Schwierigkeiten.

1. Die Vor- und Nachkriegsverhältnisse als Beurteilungsgrundlage.

Bis zur Machtübernahme durch die nationalsozialistische Regierung war, wie schon angedeutet wurde, die Funktionsfähigkeit des für die deutsche Wirtschaft so wichtigen Kapitalmarktes auf das Empfindlichste beeinträchtigt. Sollte auch von dieser Seite her die Überwindung des drohenden Zusammenbruchs, die Wiederbelebung und ein Aufstieg der deutschen Volkswirtschaft den nötigen Antrieb erfahren, so war ein zwar schonend und vorsichtig vorgehendes, aber doch energisches und zielbewußtes wirtschaftspolitisches Eingreifen der Regierung notwendig. Für dessen Beurteilung ist aber die Kenntnis der Entwicklung und der durch sie entstandenen Lage des deutschen Kapitalmarktes zu Anfang des Jahres 1933 erforderlich. So ist es auch von Bedeutung, die Wirkungen vergangener, sehr oft nicht genügend durchdachter oder auch systemloser Eingriffe in ihrem Ausmaß und Wesen zu erkennen, um das jetzige systemvolle Eingreifen klarer würdigen zu können.

Es ist aber recht schwierig, hierfür den geeigneten Maßstab zu finden. Die gesamte deutsche Kapitalmarktkonstellation der Nachkriegszeit war unter den Auswirkungen des Krieges, dem Druck des Versailler Vertrages und der daraus erwachsenen ungeheuren Schwierigkeiten, die die deutsche Wirtschaft durch die Inflation, ihre Wirkungen und Folgen, an den Rand des Abgrundes gebracht hatten, eine ganz andere geworden als in der Vorkriegszeit. Will man die Bedeutung dieser ungesunden Erscheinungen ermessen, so muß man sich ein Bild von den „normalen" Verhältnissen des Kapitalmarktes machen. Unter „normal" kann dabei nur das verstanden werden, was den rein theoretisch zu ermittelnden Funktionen des Kapitals und des Kapitalmarktes entspricht.

Es wurde bereits darauf hingewiesen, daß der Kapitalmarkt die Funktion hat, im Wege der Kreditgewährung Einkommensteile für die Investition im Produktionsprozeß verfügbar zu machen. Der Kredit

stellt dabei das Mittel dar, bereits vorhandenes Kapital, d. h. frei verfügbare Kaufkraft an den Ort zu bringen, an welchem es die ertragreichste Verwendung findet. Die Richtlinien dafür gibt der sogenannte Realzins an, d. h. der Ertrag des zuletzt angelegten Kapitalteilchens. Steigt dieser, so wird die Nachfrage nach Kapital zunehmen, was sich in der Bereitwilligkeit des Unternehmers, einen höheren Leihzins zu zahlen, äußert. Der Leihzins ist in diesem Sinne der Preis für die Überlassung von Kaufkraft oder ökonomischer Verfügungsmacht über Güter. Das Umgekehrte wird der Fall sein, wenn der Realzins sinkt. Im gleichen Sinne wird sich auch steigendes oder sinkendes Angebot an Leihkapital auswirken. Auf die Dauer besteht also die Tendenz einer Angleichung des Leihzinses an die Realverzinsung des investierten Kapitals. Theoretisch kann daher auch auf längere Sicht keine erhebliche Spanne zwischen den Zinssätzen des Geld- und Kapitalmarktes bestehen. Ist z. B. die Realverzinsung des langfristigen Kredites wesentlich höher als der Zinssatz auf dem Geldmarkte, so werden die Kreditgewährenden ihre Mittel in steigendem Maße auf dem Kapitalmarkt und in geringerem Umfange auf dem Geldmarkt anbieten.

Die Verhältnisse in der Vorkriegszeit kamen diesem theoretischen Idealbild näher, als diejenigen der Nachkriegszeit. Auch darin kommt zum Ausdruck, daß durch den Krieg und die späteren politischen und wirtschaftlichen Wirren der Geld- und Kapitalmarkt ungünstig beeinflußt worden ist. Im einzelnen braucht darauf nicht eingegangen zu werden, weil der hier zur Anwendung kommende und sich nur auf einige wenige Wesenszüge erstreckende Teilvergleich der deutschen Kapitalmarktkonstellation der Vor- und Nachkriegszeit nur die Schilderung der Lage beim Durchbruch der nationalen Revolution ergänzen soll.

2. Die allgemeinen Erscheinungsformen der beeinträchtigten Funktionsfähigkeit.

a. Die kapitalvernichtende Wirkung von Krieg und Inflation.

Unter diesem Blickwinkel betrachtet, kann vom deutschen Geld- und Kapitalmarkt der Vorkriegszeit festgestellt werden, daß er, von periodischen Spannungen und Rückschlägen abgesehen, eine Leistungsfähigkeit besaß, die den Anforderungen der deutschen Wirtschaft entsprach. „Insbesondere erfüllte der Kapitalmarkt damals noch in nahezu vollkommener Weise seine Aufgabe, den Geldmarkt von den Zwischenkrediten zu entlasten, die dieser bis zu ihrem Hineinwachsen in die Emissionsreife den Betriebs- und Anlagezwecken industrieller und öffentlicher Schuldner regelmäßig zur Verfügung stellte“[1]).

Demgegenüber ist das Kennzeichen des deutschen Geld- und Kapitalmarktes der Nachkriegszeit eine dauernde, sich jeweils mehr oder weniger scharf bemerkbar machende empfindliche Beeinträchtigung seiner

[1]) Tewaag, Die Zerrüttung des Geld- und Kapitalmarktes. In: Untersuchung des Bankwesens 1933, I. Teil, I. Bd. Berlin 1933, S. 545.

Funktionsfähigkeit, deren wesentlicher Grund u. a. in der kapitalvernichtenden Wirkung des Krieges, der Reparationen und der Inflation liegt.

Was zunächst die Einbuße an produktiven Werten, die Deutschland durch den Krieg und seine Folgen erlitt, betrifft, so ist mit Tewaag festzustellen, daß sie nur zum Teil exakt erfaßbar sind. So läßt sich wohl eine Schätzung der Verluste, die Deutschland an seinen ausländischen Kapitalanlagen erlitten hat, anstellen, die Einbußen durch Gebietsabtretungen und Kolonienraub, als Folge des Versailler Diktats, lassen sich aber zahlenmäßig überhaupt nicht ausdrücken.

Die ausländischen Kapitalanlagen Deutschlands hatten in der Vorkriegszeit schätzungsweise 28 Milliarden[2]) betragen und gingen infolge Beschlagnahme durch die Feindbundstaaten und durch den Zusammenbruch der ost- und südeuropäischen Länder fast vollständig verloren. Selbst unter Berücksichtigung der später erfolgten Vermögensfreigabe blieb nur ein Betrag von ca. 2 Milliarden übrig, so daß allein dieser Kapitalverlust annähernd 10% des deutschen Volksvermögens von 1913 entsprach[2]). Weitere ungeheure Einbußen an deutschem Volksvermögen ergaben sich dann durch die gewaltigen Reparationsleistungen, die sich in Form von Barzahlungen und Sachlieferungen schon bis zum Inkrafttreten des Dawesplanes nach den deutschen Berechnungen auf ca. 43 Milliarden bezifferten und insgesamt mit rund 67 Milliarden zu veranschlagen sind[3]).

Die kapitalvernichtende Wirkung der Inflation zeigt sich zahlenmäßig am besten in den Goldmarkeröffnungsbilanzen der Aktiengesellschaften, obgleich das Bild des Umfanges der Schrumpfung dadurch verwischt wird, daß sich die Kapitalziffern von vielen Unternehmungen durch Fusionen beträchtlich erhöht hatten.

Bei 3347 Aktiengesellschaften waren die gesamten arbeitenden Mittel[4]) auf 44,9% des Vorkriegsstandes zusammengeschmolzen. Das Eigenkapital sank zwar nur auf 94,8% des Vorkriegsgeldkapitals, aber das Fremdkapital verminderte sich bis zu 20,8% der Vorkriegsziffer[5]). „Deutlicher als an diesen Ziffern", so stellt Tewaag mit Recht fest, „läßt sich die kapitalvernichtende Wirkung der Inflation kaum demonstrieren"[6].

---

[2]) Vgl. Tewaag, a. a. O., S. 545.

[3]) Meesmann, Otto, Die deutsch. Auslandsschulden und ihre Regelung, Oldenburg i. O. 1933, S. 29 f.

[4]) Die den Prozentzahlen zugrundeliegenden Ziffern für die „arbeitenden Mittel" setzen sich zusammen aus der Summe von Aktienkapital (abzüglich Kapital-Entwertungskonto der Umstellungs-Bilanz), echten Reserven, Obligationen, Hypotheken und sonstigen Schulden. (vgl. Wirtschaft und Statistik, 5. Jahrgang 1925, Berlin 1925, S. 772).

[5]) Wirtschaft und Statistik 1925, S. 771 u. 773.

[6]) Tewaag, a. a. O., S. 546.

b. Das Mißverhältnis von Kapitalbedarf und die Möglichkeiten der Bedarfsdeckung.

Die kapitalvernichtende Wirkung von Krieg und Inflation war aber bei weitem nicht die alleinige Ursache für den wachsenden Kapitalbedarf im Deutschland der Nachkriegszeit. Krieg und Inflation bedingten einen enormen Nachholungsbedarf, der seine Ursache in folgenden Zusammenhängen hatte: Im Kriege hatte der Kapitalverzehr unverhältnismäßig zu- und die Kapitalbildung stark abgenommen.

Von dem vorhandenen Kreditangebot beanspruchte der Staat für die Finanzierung der Kriegsführung in Form der Kriegsanleihen einen ungewöhnlich großen Anteil, der rein konsumtive Verwendung fand, was einen starken Kapitalverzehr bedeutete[7]). Eine weitere Quelle für den Nachholungsbedarf war der Wertverzehr der betrieblichen Anlagen, der nicht ersetzt und der auf später verschoben wurde. Eine Ersatzbeschaffung war unter dem Einfluß der Blockade damals entweder überhaupt nicht möglich, oder sie sollte bei der tiefgreifenden Umwälzung aller Markt- und Preisverhältnisse aus Zweckmäßigkeitsgründen erst später nach Überwindung der ungewöhnlichen Verhältnisse des Krieges, vorgenommen werden. Hatte schon die erstmalige Umstellung der Produktion auf den Kriegsbedarf einen Kapitalverlust bedeutet, so brachte die abermalige Umstellung am Ende des Krieges auf Friedensproduktion einen weiteren Verlust mit sich.

Diese Umstellung brachte vor allem deshalb Reibungsverluste mit sich, weil sie unter katastrophalen Marktbedingungen vor sich gehen mußte. Da die zukünftige Entwicklung der allgemeinen Wirtschaftslage nicht abzuschätzen war, fehlte auch jeder Maßstab für die Rentabilität einer Anlage. Es bestand somit von Anfang an die Gefahr der Kapitalfehlleitung.

Diese Gefahr wurde durch die Inflation noch wesentlich verschärft. Die fortschreitende Geldentwertung brachte es mit sich, daß man möglichst alles flüssige Kapital in „Sachwerten" anzulegen suchte, ohne zu berücksichtigen, ob es nach den Maßstäben einer geldwertstabilen Wirtschaft auch wirklich ertragbringende Investitionen waren. „Während der Dauer der Geldentwertung war der früher notwendige genaue Vergleich zwischen Kosten und Nutzen der Kreditaufnahme dadurch überflüssig geworden, daß infolge der zeitweise beinahe mit Sicherheit anzunehmenden weiteren Geldentwertung die Schuld zusammenschmolz und dadurch 1. der Zinsaufwand praktisch auf 0% reduziert wurde, und 2. darüber hinaus die Schuldsumme sich in ihrem Realwerte verringerte, so daß es unabhängig davon, ob ein Ertrag mit dem Kredit erwirtschaftet würde oder nicht, ein gutes Geschäft war, Kredit aufzunehmen und in Gütern anzulegen"[8]). Auch nach Beendigung

---

[7]) Vgl. Ad. Weber, Das Gutachten d. Sachverständigen und die Volkswirtschaft. München 1924, S. 18.

[8]) Vgl. Welter, E., Die Ursachen des Kapitalmangels in Deutschland. Tübingen 1931, S. 145.

der Inflation blieben die durch sie eingetretenen Verhältnisse noch lange eine Quelle für die Kapitalfehlleitung, denn, wie Welter dies dargestellt hat, „ein Industrieller oder Landwirt, dessen Schuld sich plötzlich auf ein Sechstel oder Viertel verringert hatte, war nicht nur vom Standpunkt der Sicherheit kreditwürdiger geworden, er war auch kreditwilliger und bereit, bei der Inanspruchnahme neuen Kredits weitaus höhere Zinsen zu bewilligen, als er sie ohne Gefahr des Zusammenbruchs hätte bewilligen können, wenn seine Schulden in alter Höhe bestehen geblieben wären. Die Entschuldung wirkte wie eine riesenhafte Subvention für alle Schuldner mit dem Ergebnis, daß auf lange Zeit hinaus eine Kapitalnachfrage der entschuldeten Unternehmungen ermöglicht wurde, die andere Kapitalnachfrager in weniger bevorzugter Lage durch Überbietung im Zins an die Wand zu drücken vermochten“[9]).

So blieb in den ersten Nachkriegsjahren die Aufgabe der deutschen Wirtschaft, ihren Umbau und Wiederaufbau zu bewerkstelligen, indem der Produktionsmittelapparat planmäßig auf die gleiche Höhe gebracht wurde, auf der die ausländischen Konkurrenten standen, unerfüllt. Vielmehr setzte zunächst mit der Stabilisierung ein einzigartiger Schrumpfungsprozeß der Kapitalbildung ein. In vielen Wirtschaftszweigen, die sich als überinvestiert erwiesen, verloren bestehende Anlagen — wie etwa in der Inflationszeit erbaute und später verödete Bankgebäude oder auch industrielle Anlagen, für die im Augenblick und auch auf die zunächst absehbare Zeit gewinnbringende Produktion unmöglich war — ihren Kapitalcharakter vollständig, oder es war nur durch Ausbau und Modernisierung eine Rettung der Verwertbarkeit der Anlagen möglich.

Nach Beendigung der Inflation war die deutsche Wirtschaft auch von Betriebskapital nahezu völlig entblößt[10]). Wenn also neben der Notwendigkeit der Befriedigung dieses Bedarfes noch ein in ungewöhnlich starkem Ausmaß vorhandener Bedarf an Anlagekapital für Zwecke des Wiederaufbaues der Wirtschaft aufgetreten war, so mußte das allein schon eine starke Häufung des Kapitalbedarfes bewirken. Bei alledem hatte aber die deutsche Wirtschaft noch unter dem fortwährenden Kapitalentzug ohne Gegenleistungen infolge der Reparationszahlungen (jährlich rund 2 Milliarden Goldmark) zu leiden. Diese Tatsache bildet gleichzeitig einen der wichtigsten Gründe für die Hemmung der Kapitalbildung in Deutschland, eine Erscheinung, die das Mißverhältnis zwischen dem gesteigerten Kapitalbedarf und dessen beschränkter Befriedigungsmöglichkeit verschärfte. Neben den Reparationszahlungen sind als Ursachen für die Schmälerung des Kapitalangebotes noch die Momente der verminderten Kapitalbildung infolge geringerer Ausgiebigkeit

---

[9]) Vgl. Welter, a. a. O., S. 146.

[10]) Vgl. Welter, a. a. O., S. 143 ff.
Johann Fischer, Ein Vergleich zwischen der Auslandsverschuldung der Vereinigten Staaten von Amerika vor dem Kriege und der Deutschlands nach dem Kriege. Diss. Frankfurt/M. 1930 S. 30, sowie Tewaag, a. a. O. S. 537.

des Sparprozesses, der enorm erhöhten Steuerlast und der Folgen einer gewissen Überhöhung der Löhne zu nennen[11]).

Auf diese Erscheinungen, die zum großen Teil einer fehlerhaften Kapitalmarktpolitik in der Nachkriegszeit entsprangen, wird in anderem Zusammenhang noch näher einzugehen sein[12]).

Die sich aus den geschilderten Ursachen für die beeinträchtigte Funktionsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes ergebenden allgemeinen Unzuträglichkeiten fanden ihren Ausdruck in den ungünstigen Verhältnissen auf den verschiedenen Gebieten des deutschen Kapitalmarktes der Nachkriegszeit.

Der hervorstechendste Zug ist in diesem Sinne eine starke Diskrepanz zwischen Kreditbedarf und Kapitalangebot. Diese Erscheinung zeigt sich treffend in einer Gegenüberstellung des Volkseinkommens zum Kreditvolumen in vergleichbaren Jahren vor und nach dem Kriege, die Fischer mit folgendem Ergebnis vorgenommen hat[13]):

„Auf einen vergleichbaren Preisstand (von 1928) umgerechnet, betrug das Volkseinkommen

im Jahre 1913 (neues Reichsgebiet)	69,3	Milliarden M.
im Jahre 1926	67,3	„ „

Demgegenüber betrug das gesamte Kreditvolumen nach den Berechnungen des Instituts für Konjunkturforschung

im Jahre 1913	117,5	Milliarden M.
im Jahre 1926	65—70	„ „

Die Kreditoren und Akzepte der monatlich berichtenden Kreditbanken zeigten eine ähnlich scharfe Schrumpfung. Sie betrugen:

Mitte 1914	10,6	Milliarden M.
Mitte 1926	6,8	„ „

Waren also schon die verfügbaren Beträge für den aus den laufenden Umsätzen resultierenden Kreditbedarf sehr knapp, so mußte eine Inanspruchnahme dieser Gelder für Investitionen, insbesondere solche von sekundärer Notwendigkeit, zu einer schweren Kreditkrise führen. Wie ausgeführt wurde, erheischte aber die deutsche Wirtschaftslage für Zwecke des Wiederaufbaues zur Überwindung von Kriegs- und Inflationsfolgen mit gebieterischer Notwendigkeit Investitionen für den Ausbau der Anlagen (über den Ersatz der Abnutzung hinaus) und für die Vermehrung der Lagerbestände. Wie bedeutend die hierfür benötigten Mittel waren, zeigt die tatsächliche Aufwendung der deutschen Wirtschaft für die genannten Zwecke, die in den Jahren 1924—28 insgesamt 39,3 Milliarden RM. betrug, wovon rund $^2/_3$ (26,8 Milliarden)

---

[11]) Vgl. Welter, a. a. O. S. 194 u. ff.
[12]) Vgl. S. 20 dieser Arbeit.
[13]) Otto Chr. Fischer, Die fehlerhafte Kreditpolitik in Untersuchung des Bankwesens, Teil I, Bd. I, S. 503 u. ff.

auf die Anlageinvestitionen und $^1/_3$ (12,5 Milliarden) auf Lagerzunahme entfielen[14]).

Dieser Kapitalbedarf konnte im verarmten Deutschland der Nachkriegszeit bei weitem nicht im Inland befriedigt werden. Die festgestellte Realinvestition ist auch zu einem erheblichen Teile (13,6 Milliarden RM.)[14]) durch Inanspruchnahme ausländischen Kapitals finanziert worden. Das führte zu einer Auslandsverschuldung der deutschen Wirtschaft, die von großem Einfluß auf die Gestaltung der deutschen Kapitalmarktverhältnisse der Nachkriegszeit wurde, worauf aus Gründen des Zusammenhanges aber erst weiter unten eingegangen werden wird.

Die Höhe und die Dringlichkeit des Kapitalbedarfes bei gleichzeitigem unzureichenden Angebot gab aber weiterhin dem deutschen Kapitalmarkt sein besonderes Gepräge: den ungewöhnlich hohen Zinsfuß in Deutschland.

So weist Liefmann darauf hin, „daß in den sechs Jahren nach der Stabilisierung der Mark der landesübliche Zinsfuß in Deutschland nicht im mindesten gesunken ist und daß heute noch (im Jahre 1930) für sicherste hypothekarische Anleihen auf Goldbasis der unerhörte Zinssatz von etwa 10% bezahlt werden muß"[15]). Das aber ist eine Erscheinung, die „in einem hochentwickelten Lande wie Deutschland unmöglich ein Dauerzustand sein kann", da der hohe Zinsfuß „insbesondere die deutsche Konkurrenz auf dem Weltmarkt empfindlich schädigen muß" und „ein Teil der Schuldner, insbesondere die Landwirtschaft eine irgendwie nennenswerte Belastung bei einem solchen Zinssatz auf die Dauer nicht verträgt"[15]).

Die tatsächliche Überhöhung des landesüblichen Zinsfußes in Deutschland erhellt am besten ein Vergleich der deutschen Zinssätze der Nachkriegszeit mit denen der Vorkriegszeit und den Jahresdurchschnittszinsen der Nachkriegszeit in einigen anderen Ländern.

Was zunächst die Zinssätze in Deutschland im Vergleich von Vor- und Nachkriegszeit betrifft, so betrug vor dem Kriege nach Pisani

„die Verzinsung der ersten einheimischen Staatsanleihen ungefähr	$3^1/_2$%
die der erststelligen Hypotheken	4 %
erstklassige Bankaktien warfen ab	$5—5^1/_2$%
und mit ständig steigenden Beträgen ergaben:	
Schiffahrts-, Industrie-, Eisen-, Kohlenaktien	
(Bergwerke und Hütten)	6 %

In der Nachkriegszeit sind diese Verhältnisse umgeworfen worden.

Erste Hypotheken werden mit	8—10% verzinst
Goldpfandbriefe rentieren mit	8—9 %

---

[14]) Vgl. Keiser und Benning: Kapitalbildung u. Investitionen in der deutschen Volkswirtschaft, 1924—1928, 22. Sonderheft des Instituts für Konjunkturforschung, Berlin 1931, S. 16.

[15]) Liefmann, Inlandskapital, Auslandskapital, Kriegstribute. In Weltwirtschaftl. Abhandlungen u. Vorträge, Leipzig 1930, S. 7 u. ff.

Bankaktien mit 5 %
Industrieaktien kaum höher
Die besten Staatsanleihen bringen ca. 7 %"[16]).

Die Gegenüberstellung der deutschen Jahresdurchschnittszinsen mit denen einiger anderer Länder bietet folgendes Bild[17]):

I. Kapitalmarktzinsen (Rendite festverzinslicher Werte)

	1925	1928	1930
a. Deutschland	9,50	8,26	8,26
b. U. S. A.	4,72	4,49	4,52
c. Schweiz	4,86	4,43	4,07
d. Holland	4,71	4,48	4,33
II. Geldmarkt-Zinsen (Geld auf 1—3 Monate)			
a. Deutsche Sätze	9,13	7,55	5,49
b. Durchschnitt ausländischer Sätze	3,74	3,88	2,61

Die beigebrachten Daten mit der nachgewiesenen langandauernden Überhöhung der deutschen Zinssätze zeigen einerseits deutlich die Auswirkungen des im Deutschland der Nachkriegszeit vorhandenen Mißverhältnisses der im Lande sich bildenden und der im Lande gebrauchten Kapitalien. Andererseits sind sie gleichzeitig eine Erklärung für die Möglichkeit der teilweisen Befriedigung des deutschen Kapitalbedarfes auf den ausländischen Kapitalmärkten. Solange es ein reibungsloses Zusammenarbeiten der deutschen Märkte mit den wichtigsten Weltkreditmärkten gab, solange das Währungsrisiko angesichts des Vertrauens zur deutschen Währungsleitung den Kreditgebern tragbar schien, und solange es der deutschen Wirtschaft infolge politischer, wirtschaftspolitischer und allgemeinwirtschaftlicher konjunktureller Verhältnisse nicht einfach unmöglich geworden war, die eingegangenen Verpflichtungen zu erfüllen, bewirkte das Zinsgefälle einen Kapitalzustrom aus dem Auslande.

Das Ausmaß der durch das Einströmen ausländischer Kapitalien bewirkten Auslandsverschuldung der deutschen Volkswirtschaft zeigt die nachstehende Tabelle[18]).

Kapitaleinfuhr Deutschlands in Millionen Mark.

	1924	1925	1926	1927	1928	1924—28
Saldo der langfristigen Kapitaleinfuhr[1])	40[2])	1228	1494	1705	1850	6317
Saldo der kurzfristigen Kapitaleinfuhr	535[3])	477[4])	54	2235	1136	4437
Ungeklärter Saldo der Zahlungsbilanz	413	1704	./. 870	443	1175	2865
Kapitaleinfuhr insges.	988	3409	678	4383	4161	13619

[1]) Unter Ausschaltung der Emissions- und Plazierungskosten.
[2]) Ohne Dawesanleihe.
[3]) [4]) Unter Einbeziehung des Rückflusses „gehamsterter" ausländischer Noten.

[16]) Pisani, a. a. O. S. 17.
[17]) Nach Otto Chr. Fischer, Die fehlerhafte Kreditpolitik, a. a. O. S. 515.
[18]) Aus Sonderheft 22, des Instituts für Konjunkturforschung, S. 25.

Diese Tabelle zeigt schon, daß die Inanspruchnahme der ausländischen Kapitalien sowohl in lang- als auch in kurzfristiger Form erfolgte. Beide Arten der ausländischen Kreditgewährung an Deutschland, insbesondere aber die Hereinnahme der kurzfristigen Kredite, die in der deutschen Volkswirtschaft nur in beschränktem Maße liquide angelegt werden konnten, hatten die nachhaltigsten Wirkungen auf die deutschen Kapitalmarktverhältnisse der Nachkriegszeit. Zunächst war die Belastung durch die Kredite schon im Verhältnis zu den erhaltenen Beträgen viel zu hoch, weil die Bedingungen der meisten Anleihen viel ungünstiger waren als gemeinhin angenommen wurde. Schon die Mindestzinslast schwankte nach Untersuchungen Kuczynskis zwischen 7,38% und 10,12%, die tatsächliche durchschnittliche Zinslast betrug aber nach Schätzungen wenigstens 9% des Reinerlöses[19]).

Nun können Zinsen und Tilgungsquoten auf ausländische Kredite aber nur gezahlt werden, wenn eine Begleichung durch Waren- oder Dienstleistungen des Schuldnerlandes möglich ist. Selbst wenn es nicht fraglich war, daß der Ertrag der deutschen Wirtschaft die hohe Zinsbelastung decken würde, konnte die tatsächliche Erfüllung der Verpflichtungen nur dann vor sich gehen, wenn der deutsche Export weder durch ungünstige Konjunkturverhältnisse (Weltwirtschaftskrise) noch durch schutzzöllnerische Tendenzen in den Gläubigerländern entscheidend gehemmt wurde.

Der Zwang zur Aufnahme von Auslandskrediten resultierte aber für Deutschland nicht allein aus den beschriebenen wirtschaftlichen, sondern zum großen Teil aus politischen Gründen, nämlich der Leistung der Kriegstribute, die Deutschland nur dadurch zahlen konnte, daß es sich an das Ausland verschuldete.

Die Zufuhr von Auslandskapital, die den sog. „unechten Transfer", d. h. den Transfer mit Hilfe von Kreditdevisen ermöglichte, verdeckte lange Zeit hindurch die Unfähigkeit Deutschlands, größere Zahlungen an die Alliierten zu leisten, wenn nicht ein Ausfuhrüberschuß erzielt würde. Das war aber in den Jahren 1924—29 in hohem Grade nicht der Fall. Der Einfuhrüberschuß[20]) stellte sich:

im	Jahre	1924	auf	2,5	Milliarden RM.
„	„	1925	„	3,6	„
„	„	1926	„	0,2	„
„	„	1927	„	4,0	„
„	„	1928	„	2,4	„
„	„	1929	„	0,8	„

Die Bezahlung dieses Passivums war nur mit Hilfe der Auslandskredite möglich. So kam die deutsche Volkswirtschaft, wie Liefmann dies ausgedrückt hat, in eine ganz ähnliche Lage „wie jene Schwindel-

---

19) Vgl. Kuczynski, Deutsche Anleihen im Ausland. 1924—27, Berlin 1928, S. 56—57.

20) Vgl. Fischer, Otto Chr., Die fehlerhafte Kreditpolitik, a. a. O. S. 525.

banken, deren Gläubiger solange hohe Zinsen bekommen, als immer neue Gläubiger ihnen weiteres Kapital zuführen"[21]).

Als schließlich der Kapitalzustrom aus dem Auslande versiegte, zeigten sich die Gefahren der überhöhten Kreditaufnahme, insbesondere der kurzfristigen Verschuldung. Während der Pariser Reparationsverhandlung im Frühjahr 1929 erfolgten, von Frankreich ausgehend, erstmalig Kreditkündigungen größeren Umfanges. Planmäßig wurde später (im Herbst 1930), ebenfalls durch die französischen Banken, die Zurückziehung ihrer in Deutschland liegenden Gelder wieder aufgenommen, und so setzte zunächst „ein allmählicher allgemeiner Abbau der deutschen Engagements ein"[22]).

Reparationszahlungen, Steuerdruck und Auslandsschuldendienst bewirkten, daß mit den schrumpfenden Absatzmöglichkeiten in den anderen Ländern die deutsche Wirtschaft einem besonders rapiden Verfall unterlag.

> „Unter diesen Umständen bedurfte es nur noch eines geringen äußeren Anstoßes, um die schleichende Vertrauenskrise offen hervortreten zu lassen. Als daher nach weiterer Verschlechterung der politischen Beziehungen zwischen Deutschland und seinen Reparationsgläubigern die österreichische Kreditanstalt im Mai 1931 zusammenbrach, begann das Ausland auf der ganzen Linie, die deutschen Guthaben zurückzurufen. Da es nicht gelang, den Auslandsrun abzustoppen, griffen die Vertrauensstörungen auf das Inland über; dem doppelten Ansturm des In- und Auslandes waren die deutschen Banken nicht gewachsen. Mit der Zahlungseinstellung der Darmstädter und Nationalbank am 13. Juli 1931 kam die Krise zum panikartigen Ausbruch"[23]).

Diese Vorgänge, die zunächst als Erscheinungen des Geldmarktes auftraten, führten zu einer völligen Stockung im Kredit- und Zahlungsverkehr, und, wie es im Verwaltungsbericht der Reichsbank über die Auswirkungen auf den Kapitalmarkt heißt, zu seinem völligen Erliegen". „Jede normale Emissionstätigkeit . . . war bei dem überspitzten Mißverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage und dem Zusammenbruch der Kurse aller Wertpapiergattungen vollkommen lahmgelegt"[24]).

So bilden die als Folge der Kapitaleinfuhr erwachsenen Schwierigkeiten, wenn auch nicht sie allein, sondern erst im Zusammenwirken mit mannigfachen anderen, die gedeihliche Entwicklung der Kapitalmarktverhältnisse erschwerenden Umständen einen weiteren wichtigen Wesenszug der beeinträchtigten Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes der Nachkriegszeit.

Im übrigen zeigt sich bei der Betrachtung der Rolle, die das Auslandskapital auf dem deutschen Kapitalmarkt gespielt hat, daß „die

---

[21]) Vgl. Liefmann, a. a. O., S. 117.

[22]) Vgl. hierzu die Ausführungen Ernst Hasse, Die Krisenmaßnahmen des Jahres 1931 in Untersuchung des Bankwesens, Teil I, Bd. 2, Berlin 1933, S. 69 u. ff.

[23]) Vgl. Hasse, a. a. O., S. 70.

[24]) Verwaltungsbericht der Reichsbank für 1931, Berlin 1932, S. 10—11.

inneren wirtschaftlichen Schwierigkeiten durch das Auslandskapital bestenfalls verschoben, aber nicht beseitigt werden können, vielmehr schließlich nur verschärft werden"[25]). Die letztgenannte Wirkung ist durch die obigen Ausführungen bewiesen. Daß die Schwierigkeiten auch durch Aufnahme von Auslandskapital nicht beseitigt wurden, bestätigt eine auch nur flüchtige Betrachtung verschiedener oder auch lediglich eines oder des anderen Hauptgebietes des deutschen Kapitalmarktes. Da eine umfassende Beleuchtung zu weit führen würde, muß die Darstellung auf die folgende Betrachtung beschränkt bleiben.

Wie unzuverlässig der Kapitalmarkt war, zeigt allein schon eine Übersicht über die Schwankungen der Rentenkurse und des Kursvolumens in der Zeit von 1925 bis 32[26]).

Stand am:	Kurs der 6% Goldpfandbr. d. Hyp. Aktien-Banken[1])	Kursschwank. eines Goldpfandbr. im gleichen Jahr		Kurs der 6% Berl. Goldanl. von 1924	Kursschwankungen im gleichen Jahr		Ges.kurswert d. an der Berliner Börse notierten Akt. i. Mill. RM.
		Höchstkurs	Tiefstkurs[2])		Höchstkurs	Tiefstkurs	
31. 12. 25	70,82	90,50	83,50				
31. 12. 26	94,51	104,—	84,50	91,40	92,25	78,50	15710
31. 12. 27	90,11	107,—	98,50	83,25	99,—	80,—	16985
31. 12. 28	83,40	98,50	96,25	84,—	84,50	79,—	18242
31. 12. 29	78,93	96,50	92,—	72,—	84,—	72,—	13840
31. 12. 30	84,24	100,30	92,70	67,50	83,90	67,—	9840
31. 12. 31	70,90[3])	100,50	82,—	43,—[4])	79,55	43,—	5589
31. 12. 32	79,31	84,75	62,—	67,50	67,75	36,—	6934

[1]) Durchschnitt sämtlicher Goldpfandbriefe nach Errechnungen des Stat. Reichsamtes.
[2]) Preußische Zentralboden 8%ige Pfandbriefe 1924.
[3]) April 1932, erster Börsenmonat nach beendeter Börsenschließung.
[4]) Kurs am 18. September 1931.

Aus der Unzuverlässigkeit und Unsicherheit des deutschen Kapitalmarktes der Nachkriegszeit, die durch die Ziffern der vorstehenden Tabelle gekennzeichnet sind, erklärt sich auch ein weiterer schwerwiegender Mangel, nämlich das Versagen des deutschen Kapitalmarktes hinsichtlich Ablösung kurzfristiger Finanzierungsformen durch langfristige. Wenn auch die Hemmungen in der Befriedigung langfristigen Kapitalbedarfs auf dem deutschen Kapitalmarkt zum großen Teil einfach eine Folge der enormen Kapitalknappheit waren, so mangelte es aber auch an dem nötigen Ausgleich zwischen Geld- und Kapitalmarkt. Die normale Fluktuation zwischen beiden, die darin besteht, daß vorübergehend kurzfristig angebotene Mittel, wie Bankeinlagen, sich Anlagewerten zuwenden, oder daß in Wertpapierform gebundene Mittel sich in Depositen ver-

[25]) Vgl. Liefmann, a. a. O., S. 119.
[26]) Entnommen aus O. Chr. Fischer, Die fehlerhafte Kreditpolitik, a. a. O. S. 502.

wandeln, war lange Zeit in der Weise unterbrochen, daß infolge Versagens des Kapitalmarktes seine Funktionen mehr oder minder dem Geldmarkt zugemutet werden mußten. So ergaben sich gefährliche Spannungen, die höchst nachteilig auf den Kapitalmarkt zurückwirkten.

Wie schon erwähnt, ist es im Rahmen des hier zu erörtenden Themas nicht möglich, diese Spannungen und auch noch weitere Erscheinungsformen der behinderten Funktionsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes der Nachkriegszeit (wie etwa die ungewöhnlich starke Beanspruchung durch die öffentliche Hand — Gemeindeverschuldung —, schwierige Lage des Realkreditmarktes usw.) ausführlich darzustellen. Soweit noch einige Einzelheiten unerläßlich sind, wird weiter unten darauf eingegangen werden.

Die Schwierigkeiten wurden durch eine fehlerhafte Wirtschaftspolitik noch verschärft. Ehe daher die Erscheinungsformen der beeinträchtigten Funktionsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes durch eine Schilderung der tasächlichen Entwicklung und Lage ergänzt werden[27]), sei kurz auf diese durch wirtschaftspolitische Unzulänglichkeiten eingetretene Verschärfung eingegangen.

II. Die Verschärfung der Schwierigkeiten durch eine fehlerhafte Wirtschaftspolitik.

Wie gezeigt worden ist, entsprangen die Unzulänglichkeiten in der Funktionsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes vor allem dem großen Mißverhältnis in dem stark gehäuften Kapitalbedarf und dem geringen Angebot. Die Befriedigung des Bedarfes war, wie aus den vorhergehenden Ausführungen ebenfalls ersichtlich, eine Lebensfrage der deutschen Wirtschaft. Um die Schwierigkeiten zu mildern oder zu beseitigen, hätte es also vor allem einer Förderung der Kapitalbildung bedurft. Weiter wäre eine Vermeidung von Kapitalfehlleitungen und eine Verhinderung der Verstärkung der Unproportionalität zwischen Angebot und Nachfrage nach Kapital infolge Hintansetzung der Notwendigkeiten ersten Ranges (Wiederherstellung und Erhaltung des Wirtschaftsapparates) vor solchen untergeordneten Ranges (Verschönerung der Kommunnen, übertriebene Sozialpolitik u. ä.) erforderlich gewesen, wozu im Rahmen einer entsprechenden allgemeinen Wirtschaftspolitik auch eine entsprechende Kreditmarktpolitik hätte beitragen müssen.

Nach allen diesen Gesichtspunkten hin war die deutsche Wirtschaftspolitik mangelhaft, wie dies auch ein nur umrißweiser, keineswegs vollständiger Überblick, auf den wir uns hier beschränken müssen, zeigt.

---

[27]) Vgl. S. 26—29 dieser Arbeit.

1. Die der Kapitalbildung abträgliche Wirtschaftspolitik.

Um die Auswirkung der Fehler der deutschen Wirtschaftspolitik, soweit sie die Kapitalbildung betreffen, klarer erkennen zu können, ist es zuvor notwendig, auf das Zustandekommen dieses für jede Volkswirtschaft so überaus wichtigen Prozesses prinzipiell wenigstens in der Weise einzugehen, daß die Formen der Kapitalbildung herausgestellt werden.

Nach Kalveram sind folgende Arten zu unterscheiden:

A. Die primäre Kapitalbildung,
d. h. die Unternehmungskapitalbildung bezw. die Selbstfinanzierung durch Akkumulation der Gewinne, wobei das Kapital zwar nicht über den Kapitalmarkt fließt, aber unter Umständen — zum Beispiel wenn die primäre Kapitalbildung zu Kapitalfehlleitungen geführt hat — Rückwirkungen auf den Kapitalmarkt haben kann.

B. Die sekundäre Kapitalbildung,
„bei der das neu entstandene Kapital aus Einkommen herrührt und zur Ausübung seiner Produktionsfunktion von einer Wirtschaft in die andere fließt"[28]).

Bei beiden Arten der Kapitalbildung wirkten sich Fehler der Wirtschaftspolitik aus. Dabei beeinflußten die fraglichen Maßnahmen bezw. Unterlassungen oft nicht nur beide Arten der Kapitalbildung, sondern verschärften auch noch im Sinne der obigen Ausführungen gleichzeitig die Unproportionalität durch Angebot und Nachfrage, indem sie eine falsche Kapitalverwendung begünstigten. Der Kürze wegen seien die Fehler der Wirtschaftspolitik daher im folgenden, soweit möglich, gleich nach allen Gesichtspunkten hin beleuchtet; obgeich dadurch die Darstellung in systematischer Hinsicht unvollkommen bleiben muß.

Am bedeutsamsten für die Verschärfung der Schwierigkeiten auf dem deutschen Kapitalmarkt war zweifellos die außerordentliche Minderung des Kapitalangebots durch die Steuerlast, die Art ihrer Umlegung in einem schädlichen Steuersystem und auch die Art der Steuerverwendung.

Die nachstehende Tabelle verdeutlicht zunächst die enorme Höhe der Belastung der deutschen Wirtschaft durch die Steuern[29]).

---

[28]) Vgl. Kalveram, Theorie der Kapitalbildung. In Bankwissenschaft, Berlin 1933, S. 321, 323, 324, 325 ff.

[29]) Tabelle zusammengestellt für 1913 bis 1929 nach Wagemann, Statistische Randbemerkungen zum Thema Kapitalbildung und Besteuerung, Veröffentlichungen der Friedrich List-Gesellschaft, Bd. 4, S. 187 u. ff. Für 1930—31 nach Otto Chr. Fischer, Die fehlerhafte Kreditpolitik, a. a. O. S. 502.

Volkseinkommen, Steuerlast und Soziallasten 1913 und 1925—31.

Jahr	Volkseinkommen	Gesamtsteuerlast		Soziallasten		Steuer- u. Soziallasten	
	Milliarden RM.	Milld. RM.	% d.Volkseinkomm.	Milld. RM.	% d.Volkseinkomm.	Milld. RM.	% des Volkseink.
1913	44,25	4,04	9,1	1,05	2,4 rd.	5,10	11,5
1925	54,25	10,69	19,7	2,71	5,0	13,40	24,7
1926	56,25	11,76	20,9	3,46	6,2	15,25	27,1
1927	62,25	13,48	21,7	4,17	6,7	17,65	26,4
1928	68,50	14,25	20,8	4,75	6,8	19,00	27,7
1929	70	15,00	21,4	4,75	6,8 rd.	20,00	28,6
1930			20,6		7,3		27,9
1931			22,2		7,8		30

Diese Ziffern sprechen besonders im Vergeich zu den Vorkriegszahlen für sich selbst und zeigen auch das unheilvolle stetige Anwachsen der Last recht deutlich. Eine so hohe steuerliche Belastung mußte selbstverständlich die Sparfähigkeit der Unternehmungen sowohl als auch die der Individuen und damit die Kapitalbildung empfindlich beeinträchtigen. Die Höhe der Steuerlast war allerdings zum Teil durch den Druck der sogenannten „Erfüllungspolitik" bedingt, aber gerade in dieser Hinsicht bestand der Fehler der deutschen Politik eben in dem Vorherrschen der These, daß der Nachweis der Unmöglichkeit der Erfüllung der durch das Friedensdiktat auferlegten Lasten nur durch eine zeitweilige Erfüllung erreicht werden könne.

Zum großen Teil aber war für die Höhe und das stetige Anschwellen der Steuerlast auch eine fehlerhafte Sozialpolitik verantwortlich, die „die Kosten der Fürsorge für das immer mehr wachsende Arbeitslosenheer den Unternehmungen und einem ständig sinkenden Kreis von Beschäftigten aufbürdete"[30]).

Schwächte dieses Vorgehen vor allem die Kapitalbildung aus dem Arbeitseinkommen, so kam es weiter zu einer Beeinträchtigung der Ertragskraft der Unternehmungen, „da mit dem allmählichen Übergang vom Sozialversicherungsprinzip zum Fürsorgeprinzip die Finanzierung der Sozialleistungen in steigendem Maße der öffentlichen Hand zufiel, die sie ihrerseits auf den Steuerzahler überwälzte"[31]).

Durch das Steuersystem wurden diese Wirkungen noch verschärft. Es war zum großen Teil direkt kapitalfeindlich und in seiner marxistisch beeinflußten Grundkonzeption bewußt darauf angelegt, jede Kapitalanreicherung, wo nicht zu verhindern, so doch außerordentlich zu erschweren. Das kam vor allem in den Steuergrundsätzen und Steuerbewertungsvorschriften zum Ausdruck, die vielfach zur Besteuerung eines nur fiktiven Einkommens führten. So trug die Steuergesetzgebung den

[30]) Vgl. Tewaag, Die Zerrüttung des Geld- und Kapitalmarktes, a. a. O., S. 552.
[31]) Vgl. Tewaag, ebenda, S. 555.

Erfordernissen der Kapitalbildung in keiner Weise genügend Rechnung. Wie weit die Art der Steuerbelastung die Ertragsfähigkeit der Unternehmungen beeinträchtigte, zeigt allein schon eine Gegenüberstellung[32]) der Gesamtlasten in Prozenten des Gewinnes bei deutschen Unternehmungen im Vergleich zur Belastung der Unternehmungen in einigen anderen Ländern.

Gesamtlasten in % des Gewinnes	Deutschland	Frankreich	Großbritannien
I. Einzelfirma			
a. kapitalintensiv	53,44	37,54	13,07
b. arbeitsintensiv	75,74	49,89	20,31
c. umsatzintensiv	65,43	43,62	9,00
II. Aktiengesellschaft			
a. kapitalintensiv	62,67	38,31	20,00
b. arbeitsintensiv	92,40	53,64	26,47
c. umsatzintensiv	66,77	47,55	15,07

Die Belastung der arbeitsintensiven Betriebe, die darnach in allen drei Ländern am höchsten ist, in Deutschland aber ein ganz besonders großes Ausmaß angenommen hatte, wirkte sich hier noch in besonderer Weise verhängnisvoll aus. Die hohe Steuerbelastung der Betriebe traf nämlich mit starren Löhnen auf relativ hohem Niveau zusammen. Die Löhne wurden infolge des politischen Einflusses der Gewerkschaften vielfach ohne Rücksicht auf die Produktivität und ohne die Voraussetzung entsprechender Mehrleistungen und vergrößerter Absatzmöglichkeiten erzwungen[33]).

Unter diesen Umständen kam es zu einer Verstärkung der Bestrebungen, die teure Menschenkraft in der Produktion mehr und mehr durch die Maschine zu ersetzen. Die Massenarbeitslosigkeit und die Depressionserscheinungen sind also durch eine fehlerhafte Lohnpolitik, wenn nicht hervorgerufen, so doch mindestens verschärft worden. Zum Teil ist daher auch eine gewisse Überspitzung der Rationalisierung aus diesen Momenten heraus erklärlich[34]).

Fehlerhafte Lohnpolitik, unheilvolles Steuersystem und überspitzte Sozialpolitik verbanden sich weiter mit einer Entwicklung der öffentlichen Ausgabenwirtschaft, die ebenfalls einen der Gründe für die steuerliche Überlastung darstellt und ungünstige Auswirkungen auf die Kapitalbildung sowohl wie die Verwendung des geringen Kapitalangebotes hatte. Es genüge hier die Feststellung, „daß der gesamte Finanzbedarf von Reich, Ländern und Gemeinden nach den Haushaltsrechnungen der Jahre 1925—26 bis 1930—31 von 14,47 Milliarden auf 20,96

[32]) Vgl. Sonderbeilage zu Wirtschaft und Statistik vom 24. Juni 1932.
[33]) Vgl. Schmidt, Elastische Lohnpolitik. Z. f. B. Jg. 8, Heft 10, Oktober 1931, S. 766.
[34]) Vgl. Kalveram, Betriebsw. Rationalisierung. In: Die Handelshochschule, Ergänzungsbd. Kap. 9, S. 1227.

Milliarden, insgesamt also um 6½ Milliarden oder 45%, gestiegen ist, während das Volkseinkommen sich im gleichen Zeitraum nur um 16% erhöht hatte". So war es kein Wunder, daß die Steuerschraube schließlich in einem Maße überdreht wurde, daß, wie Tewaag festgestellt hat, „trotz Erhöhung der Steuertarife (statt der in Aussicht gestellten Steuerentlastung) bereits 1930 besonders konjunkturempfindliche Abgaben, wie es die Umsatz- und Einkommensteuer sind, Mindererträge erbrachten, die sich trotz weiterer Tariferhöhungen im Jahre 1931 in geradezu katastrophaler Weise steigerten"[35]).

Zusammenfassend ist hinsichtlich Förderung der Kapitalbildung also zu sagen, daß es an wirksamen Maßnahmen hierfür so gut wie völlig gefehlt hat. Einige Pläne, die Grundlagen zu einer Besserung der Lage des Kapitalmarktes durch Umgestaltung des Steuersystems und eine durchgreifende Finanzreform zu schaffen, scheiterten zum großen Teil an politischen Widerständen. An steuerpolitischen Maßnahmen zur Förderung der Kapitalbildung ist lediglich das erst nach jahrelangen Kämpfen zustande gekommene „Gesetz über die Ermächtigung zu steuerlichen Maßnahmen zwecks Erleichterung und Verbilligung der Kreditversorgung der deutschen Wirtschaft vom 9. Juni 1930"[36]) zu nennen. Neben kleineren Steuermilderungen brachte es die Kapitalertragssteuerfreiheit für festverzinsliche Werte, während die Kapitalerträge aus Dividendenwerten weiter belastet blieben.

2. Mangelnde Beeinflussung richtiger Kapitalverteilung und Verwendung.

Auch hinsichtlich Beeinflussung der Kapitalverteilung ließ die Kreditpolitik viel zu wünschen übrig, wenngleich hier immerhin einige Maßnahmen zu verzeichnen sind. Abgesehen von der aus währungs- und bankpolitischen Motiven heraus veranlaßten Eindämmung der Börsenspekulation sind hier an direkten Maßnahmen noch

Die Kontrolle der Anleihen von Ländern und Gemeinden,
die Subventionsmaßnahmen und

an kapitalmarktpolitischen Eingriffen des Gesetzgebers in das Vertragsrecht

Maßnahmen zur Entlastung bestimmter Schuldner,
(Umschuldung und Entschuldungsversuche, die Landwirtschaft und die Gemeinden betreffend)
Maßnahmen der Zinssenkung,

zu nennen[37]).

Es ist hier nicht möglich, auf alle Einzelheiten dieser Maßnahmen einzugehen; sie haben jedenfalls in ihrer Gesamtheit die Lage und Ent-

---

[35]) Tewaag, Die Zerrüttung, a. a. O. S. 554, 555.
[36]) RGBl. I, S. 187.
[37]) Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Tewaag, Versuche zur Beeinflussung d. Kapitalmarktes. Ref. in Untersuchung des Bankwesens, I, Bd. 2, Berlin 1933, S. 121 u. ff.

wicklung des deutschen Kapitalmarktes nicht entscheidend bessern können, und auch für die einzelnen Gebiete, auf denen sie Erleichterung schaffen sollten, blieb die Wirkung mehr oder minder unzureichend.

Die Kontrolle der Anleihen von Ländern und Gemeinden hatte z. B. weder zur Erzielung von günstigeren Anleihebedingungen (ausländische Kommunalanleihen) geführt, noch konnte sie die starke kurzfristige Inlands- und Auslandsverschuldung der Kommunen mit all ihren verhängnisvollen Auswirkungen auf die gesamte Kreditverfassung der deutschen Wirtschaft verhindern, da sie bis Ende 1930 auf die Kontrolle der langfristigen Verschuldung beschränkt blieb.

Die Subventionen beeinflußten den Kapitalmarkt nur mittelbar, ihre Fragwürdigkeit bestand darin, daß die natürliche Kreditauslese und die kontrollierende Wirkung des Kapitalmarktes durch sie umgangen, Kapitalfehlleitungen damit Vorschub geleistet wurde. Es muß aber andererseits zugegeben werden, daß diese Bedenken zurücktreten mußten, soweit schwerwiegendere Gefahren nationalpolitischer oder sozialer Art durch die Subventionen abgewandt werden konnten. (Unterstützung der Landwirtschaft, See- und Binnenschiffahrt, Werft- und Waggonindustrie usw.).

Von den Maßnahmen zur Entlastung bestimmter Schuldner wäre vor allem auf die verschiedenen Umschuldungs- und Entschuldungsverfahren zur Besserung der Lage, insbesondere der ostdeutschen Landwirtschaft (Osthilfegesetzgebung), einzugehen. Da vom Standpunkt der Einbeziehungen der in ihrer Gesamtheit äußerst hilfsbedürftig gebliebenen Landwirtschaft des ganzen deutschen Reiches alle diese Maßnahmen ohne Verkennung der durch sie erreichten Teilerfolge doch nur Stückwerk geblieben sind, und die Frage eines allgemeinen landwirtschaftlichen Entschuldungsverfahrens der nationalsozialistischen Regierung überlassen blieb, mag die Behandlung dieses Problems hier auf diese Feststellung beschränkt bleiben[38]).

Was endlich die Maßnahmen zur Zinssenkung betrifft, wie sie die 4. Notverordnung vom 8. Dezember 1931[39]) brachte, so ist festzustellen, daß dieses an sich begrüßenswerte Bestreben durch die unorganische, primitive Art des Vorgehens nicht nur um jeden Erfolg gebracht wurde, sondern eine direkte Abschreckung der Anlagesuchenden bedeutete und in hohem Maße schädigend wirkte.

Mit Recht kritisiert sie daher Tewaag folgendermaßen:

„. . . in ihrer einseitigen Abstellung auf den Nominalzins war sie ein Schlag gegen das langfristige, zu zeitgemäßen Zinssätzen angelegte Sparkapital. Anstatt zu einer allgemeinen Senkung des landesüblichen Zinsfußes zu führen, hatte sie eine starke Kurssenkung der Rentenwerte und dadurch wiederum eine durchaus unerwünschte Erhöhung der Effektivverzinsung zur Folge, die auch auf die Bedingungen, unter denen neue Schuldverhältnisse eingegangen

[38]) Vgl. S. 34—42 dieser Arbeit.

[39]) 4. Verordnung des Reichspräsidenten zur Sicherung von Wirtschaft und Finanzen und zum Schutze des inneren Friedens, vom 8. Dezember 1931 RGBl. I, S. 702.

wurden, nicht ohne Einfluß bleiben konnte. Vor allem aber hatte man das Inlandskapital in seiner volkswirtschaftlich wertvollsten Form, in der langfristigen Anlage, so empfindlich getroffen, daß dadurch die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes überhaupt untergraben wurde und er sich für Neuemissionen seitdem so gut wie gar nicht mehr aufnahmefähig zeigte"[40]).

Auch auf dem Gebiet der besonders nach der Julikrise von 1931 dringend notwendig gewordenen Umschuldung der kurzfristigen Kommunalschulden, deren gefährliche „Vereisung" offenbar geworden war, blieb der Erfolg versagt. Richtigerweise sah hier zwar der in der Notverordnung vom 6. Oktober 1931[41]) vollzogene Gesetzgebungsakt eine freiwillige Vereinbarung zwischen Gläubigern und Schuldnern und als vermittelnde Instanz eine Umschuldungsstelle vor. Da man aber über die finanztechnischen Modalitäten der Durchführung dieser Umschuldungs-„Aktion" zu keiner Einigung kommen konnte, blieb es bei dem Gesetzgebungsakt, und die Regelung der ganzen Materie unterblieb.

Alles in allem muß man bei Vergegenwärtigung des hier wenn auch nur andeutungsweise gegebenen Gesamtbildes der deutschen Wirtschaftspolitik den schweren Vorwurf machen, daß in den Jahren 1925 bis 1930 eine staatliche Kreditmarktpolitik, die diesen Namen verdient, überhaupt nicht vorhanden war. Soweit kreditpolitische Eingriffe erfolgten, waren sie völlig unorganisch, so daß ihr Erfolg unbefriedigend sein muße.

III. Die speziellen Erscheinungsformen der beeinträchtigten Funktionsfähigkeit in summarischem Überblick über Entwicklung und Lage des deutschen Kapitalmarktes bis zu Anfang des Jahres 1933.

Bei der Betrachtung des Wesens und der allgemeinen Schwierigkeiten auf dem deutschen Kapitalmarkt der Nachkriegszeit war es zum Teil unumgänglich, schon einige spezielle Züge der Erscheinungsformen der beeinträchtigten Funktionsfähigkeit, soweit sie als Beweismaterial benötigt wurden, zu berühren. Dasselbe gilt für die Erörterung der Verschärfung der Schwierigkeiten durch eine fehlerhafte Wirtschaftspolitik. Der hier anzustellende Überblick über Entwicklung und Lage des deutschen Kapitalmarktes bis zu Anfang des Jahres 1933 soll aber lediglich

[40]) Tewaag, Versuche zur Beeinflussung des Kapitalmarktes. Ref. II, 6 in Untersuchungen des Bankwesens 1933, Teil I, Bd. 2, S. 129.

[41]) 3. Verordnung des Reichspräsidenten zur Sicherung von Wirtschaft und Finanzen und zur Bekämpfung politischer Ausschreitungen vom 6. Oktober 1931, RGBl. I, S. 544.

den Zweck haben, die Ausgangssituation für die Maßnahmen der nationalsozialistischen Regierung zu schildern, Da eine ausführlichere Darstellung schon aus Raumgründen den Rahmen der Arbeit sprengen würde, für den begrenzten Zweck aber auch nicht erforderlich erscheint, kann und soll daher der Überblick mit Rücksicht auf das bereits Festgestellte sehr summarisch gehalten werden. Es mag also ein Überblick über die speziellen Erscheinungsformen der beeinträchtigten Funktionsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes der Nachkriegszeit, die dem Ausdruck der Schwierigkeiten in der tatsächlichen Entwicklung und Lage entsprechen, genügen, wie er sich aus den Situationsberichten der Reichsbank ergibt. Die Darstellung soll dabei zum Teil aus Raumgründen, zum Teil aber auch wegen der größeren Deutlichkeit, mit der sich die Unzuträglichkeiten seit den Jahren 1928 bei von da ab bis 1932 fast ununterbrochen zunehmender Verschlechterung der deutschen Wirtschaftslage zeigen, auf diesen Zeitraum beschränkt bleiben. So ergeben sich chronologisch folgende charakteristische Züge in Lage und Entwicklung des deutschen Kapitalmarktes.

1928:

Aus dem Mißverhältnis zwischen heimischer Kapitalbildung und Kapitalbedarf resultiert das hohe deutsche Zinsniveau . . . . „Dieses Mißverhältnis wird durch die Belastung mit 2½ Milliarden jährlicher Reparationszahlung verschärft". „Dies führte zu Zins-, Tilgungs- und Unkostensätzen, — die ohne Beispiel — und auf die Dauer untragbar sind". — Es „besteht die Gefahr, daß der Kapitalzins in Deutschland noch weiter steigen und auf die Dauer eine Höhe behaupten wird, die über der erreichbaren Durchschnittsrentabilität der deutschen Wirtschaft liegt".

„Der deutsche Kapitalmarkt liegt während des ganzen Jahres aufs höchste angespannt". Nur „durch eine gewisse Regelung in der zeitlichen Verteilung der Inanspruchnahme wurde eine völlige Erschöpfung des Marktes vermieden".

„Immerhin überstiegen die Ansprüche an den Markt dessen Leistungsfähigkeit in einem Ausmaß, daß zeitweise selbst erstklassige Emissionen nur teilweise untergebracht werden konnten".

„. . . In der gestiegenen Realverzinsung spiegelt sich die ungünstige Lage des Marktes der festverzinslichen Wertpapiere wieder, die Emissionsbedingungen waren zunehmend ungünstiger. Selbst erstklassige Geldnehmer mußten unter Berücksichtigung des Auslandsdisagios für ihre langfristigen Anleihen 9% und darüber bezahlen".

1929:

„Die Anspannung am deutschen Kapitalmarkt verschärfte sich noch weiter. Seine Aufnahmefähigkeit ließ erheblich nach. Die Emissionen von Anleihen und Pfandbriefen schrumpften ein; erhebliche Teile der Emissionen konnten überhaupt nicht untergebracht werden, und zu Kursstützungszwecken mußten von den Interessenten große Beträge aus dem Markt genommen werden, ohne daß der beabsichtigte Zweck erreicht werden konnte . . . Der Tiefstand der

Pfandbriefkurse war derart, daß die Beschaffung von Hypotheken zu tragbaren Zinssätzen praktisch nahezu als abgeschnitten gelten konnte. Auch für die Industrie war die Kapitalbeschaffung durch Ausgabe von Aktien oder Obligationen im allgemeinen unmöglich geworden. Die durchschnittliche Realverzinsung der an der Berliner Börse notierten festverzinslichen Wertpapiere zu 8% und darunter stieg von 8,02% Ende 1928 auf 8,42% Ende 1929".

1930:

.... Eine „sich anbahnende Erleichterung" wurde durch die innerpolitische Spannung im zweiten Halbjahr wieder unterbrochen; die Realverzinsung der festverzinslichen Wertpapiere, die bis zum Juli in erfreulichem Maße zurückgegangen war, stieg seit August wieder an" ....

1931:

„Die Vorgänge an den deutschen Kapitalmärkten während des Jahres 1931 spiegeln im gesamten Verlauf die unheilvollen Wirkungen wider, die der Ausbruch der Vertrauenskrise mit sich brachte ....

Der Kapitalmarkt ist vollständig zum Erliegen gekommen, jede normale Emissionstätigkeit ist seit Jahresmitte bei dem überspitzten Mißverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage und dem Zusammenbruch der Kurse aller Wertpapiergattungen vollkommen lahmgelegt. Am 13. Juli waren die deutschen Börsen geschlossen worden".

1932:

„Der deutsche Kapitalmarkt vermochte die Ereignisse des Jahres 1931 .... nur schwer zu überwinden. Zwar war es möglich, mit dem 12. April 1932 an den deutschen Börsen den amtlichen Wertpapierverkehr wieder aufzunehmen. Aber zunächst doch nur mit Einschränkungen. Der durch die Notverordnung vom 8. Dezember 1931 mit Maßnahmen zur Preissenkung erfolgte Eingriff in die privatrechtlichen Schuldverhältnisse hatte die Besorgnis vor weiteren Zwangsmaßnahmen gegen die Gläubiger hervorgerufen und in Verbindung mit der Furcht vor währungs- und kreditpolitischen Experimenten ein Gefühl der Unsicherheit geschaffen, das den Börsenverkehr lange Zeit lähmte, die Besserung der Kurse hemmte und jedes Wiederaufleben der Emissionstätigkeit im Keime erstickte"[42]).

Diesen nahezu trostlosen Feststellungen ist wenig mehr hinzuzufügen. Die vollkommene Lähmung des Kapitalmarktes hatte sich bis zum Machtantritt der nationalsozialistischen Regierung zwar etwas behoben. Die Rentenpapiere hatten sich von ihrem tiefsten Stand wieder etwas erholt. Aber es war doch noch eine Stimmung weitgehenden Mißtrauens zurückgeblieben, die zum großen Teil in der Politik der bis dahin Regierenden wurzelte, und die sich nun in einer ungünstigen Beurteilung der Wirtschaft und der Aussichten ihrer Entwicklung geltend machte.

---

[42]) Vgl. Verwaltungsberichte der Reichsbank 1928—32, Berlin 1929—33. Für 1928, S. 7, für 1929 S. 5—7, für 1930 S. 7, für 1931 S. 6—11, für 1932 S. 7—8.

Die Finanzen der Gemeinden befanden sich in besonders trostloser Verfassung. Über 2 Milliarden kurzfristige Schulden drückten auf ihre Etats; einige Gemeinden waren bereits notleidend geworden, bei anderen drohte dieser Fall in Kürze einzutreten.

So war es kein Wunder, daß in den weitesten Bevölkerungsschichten einfach kein Vertrauen mehr zur Sicherheit von Staats- und Kommunalpapieren sowie für langfristige Anlagen überhaupt aufkam.

Der deutsche Kapitalmarkt war vollkommen zerrüttet.

C. Die organische Kapitalmarktpolitik der nationalsozialistischen Regierung.

I: Die Grundzüge der neuen Kapitalmarktpolitik.

Allen kapitalmarktpolitischen Maßnahmen, die in den letzten Jahren ergriffen worden sind, blieb, wie gezeigt werden konnte, der Erfolg mehr oder weniger versagt. Erst nach der Übernahme der Macht durch die nationalsozialistische Regierung wurden sowohl im Staate als auch in der Wirtschaft Wege beschritten, die für einen Wiederaufbau des Kapitalmarktes Voraussetzung waren.

Die Maßnahmen der nationalsozialistischen Regierung auf diesem Gebiete sind — wie überall — nur im Zusammenhang mit ihrer Grundauffassung von Staat und Wirtschaft zu verstehen. Im Gegensatz zu den früheren Maßnahmen staatlicher „Intervention" ist heute jedes Teilstück der Wirtschaftspolitik auf das engste verknüpft mit dem gesamten System der nationalsozialistischen Politik. Vor allem in diesem Sinne ist der Ausdruck „organisch" zu verstehen. Unter organischer Kapitalmarktpolitik ist daher eine solche zu verstehen, die auf das Gesamtwohl der Wirtschaft und des Volkes ausgerichtet ist. Man muß sich also von vornherein die Grundlagen der nationalsozialistischen Wirtschafts-

auffassung vergegenwärtigen, wenn man den Sinn der heutigen Kapitalmarktpolitik begreifen will[1]).

Die tragende Idee der nationalsozialistischen Weltanschauung ist die der Nation. Die Sicherung und Förderung des Lebenswillens der Nation als der staatlich geordneten Gemeinschaft des Volkes ist das entscheidende Ziel, dem sich alle staatlichen und wirtschaftlichen Einzelzwecke fügen müssen. Dies bedingt auch eine neue Auffassung von der Bestimmung der Wirtschaft. Das Wirtschaftsleben muß durch die Staatsführung auf jenes umfassende Ziel hin geordnet werden. Das ist der Sinn des Wortes vom Primat der Politik vor der Wirtschaft. Die Wirtschaft muß als Ganzes mit der Staatsführung in Übereinstimmung gebracht werden, und zwar sowohl geistig als auch tatsächlich, moralisch als organisatorisch. Das bedingt die stärkere Einflußmöglichkeit der Staatsführung auf allen Gebieten des Wirtschaftslebens.

Von hier aus lassen sich auch die neuen Aufgaben der Kapitalmarktpolitik ableiten. Zum Verständnis muß dabei die für den Nationalsozialismus grundlegende Unterscheidung von „schaffendem" und „raffendem" Kapital[2]) berücksichtigt werden. Das sind zunächst politische Schlagworte, die nicht einfach hingenommen werden dürfen, sondern deren ökonomischer Ideengehalt bestimmt werden muß. Dieser besteht im wesentlichen darin, daß die unternehmerische Leistung der produktiven Verwendung von Kapital höher bewertet wird, als die bloß spekulative Bereitstellung oder Lenkung der Kapitaldisposition von Seiten des Kapitalbesitzers. Damit wird das Schwergewicht auf den ursprünglichen Sinn der Kapitalbildung im Wege der Schaffung von Verfügungsgewalt über freies Einkommen oder Kaufkraft gelegt. Die Kapitalbildung hat also nicht in erster Linie den Zweck, Kapitalbesitzern durch den Zins ein Einkommen zu verschaffen, sondern ihre Aufgabe besteht vor allem einmal darin, neue Werte zu schaffen, d. h. der Gütererzeugung zu dienen. Und die Gütererzeugung muß dem Gesamtwohl des Volkes untergeordnet werden. Damit ist die Verbindung zu der bereits erwähnten Grundidee des Nationalsozialismus hergestellt.

Auf diese Weise lassen sich auch die Aufgaben der staatlichen Kapitalmarktpolitik bestimmen. Der Staat hat dafür Sorge zu tragen, daß der Kapitalmarkt seinen ursprünglichen Sinn erfüllt, die Schaffung neuer Werte zu erleichtern. Deshalb muß der Staat den Kapitalmarkt

---

[1]) Vgl. Wilhelm Rößle, Ständestaat und politischer Staat (Recht und Staat in Geschichte und Gegenwart, H. 113) Tübingen 1934. S. 16 ff. — Ernst H. Posse, Umschichtung der Wirtschaft und der Wirtschaftsauffassung. Hamburg 1934. — Alfred Müller-Armack, Staatsidee und Wirtschaftsordnung im neuen Reich, Berlin 1933. — Dietrich Klagges, Reichtum und soziale Gerechtigkeit. Leipzig 1932. — Paul Hövel, Grundlagen deutscher Wirtschaftspolitik. Berlin 1935.

[2]) Vgl. W. Schönfelder, Wende in der Wirtschaftsethik, in: Soziale Erneuerung, 2. Jg. H. 15, Berlin 1934. — Otto Christian Fischer. Die Funktionen des Kredits und das Reichsgesetz über das Kreditwesen v. 5. 12. 1934, S. 2 ff. Berlin 1935.

so gestalten, daß er den Interessen des schaffenden Unternehmers, nicht aber denjenigen des spekulierenden, erwerbssüchtigen Kapitalbesitzers dient. Darüber hinaus wird dem Staate die Möglichkeit gegeben werden müssen, die Kapitalbildung, d. h. das Angebot von Kredit auf dem Geld- und Kapitalmarkte, so zu lenken, wie es den jeweiligen Bedürfnissen der Gesamtwirtschaft entspricht.

Die neue Wirtschaftsauffassung, deren Grundlage also die Ausrichtung auf den Lebenswillen der Nation und die Unterordnung der Wirtschaft unter die Staatsführung darstellt, wirkte sich unmittelbar dahin aus, daß die Beunruhigung und das mangelnde Vertrauen, Hauptübel, unter denen der Kapitalmarkt in früheren Jahren zu leiden hatte, durch eine einheitliche, zielbewußte Wirtschaftspolitik beseitigt werden konnte. Das kontinuierliche Anwachsen der Arbeitslosigkeit mit seinen lähmenden Erscheinungen wurde nun nicht mehr als schicksalhaft hingenommen, sondern es wurden bedeutsame Maßnahmen ergriffen, die den Kampf gegen die Arbeitslosigkeit erfolgreich gestalteten. Damit waren auch die Voraussetzungen geschaffen, die für eine Gesundung des Kapitalmarktes notwendig waren.

Ebenso wichtig wie die mit Energie in Angriff genommenen Maßnahmen zur Herbeiführung einer Besserung der allgemeinen Wirtschaftslage erscheint die ethisch fundierte Blickrichtung der nationalsozialistischen Wirtschaftsauffassung, unter der sie durchgeführt wurden. Als oberstes Prinzip über allem wirtschaftlichen Handeln steht der Grundsatz „Gemeinnutz geht vor Eigennutz". Diese Forderung „erhebt sich im System des nationalen Sozialismus wie ein kategorischer Imperativ, dem sich der Staat mit seiner Politik wie auch der einzelne mit seinem Verhalten zu beugen hat"[1]).

Damit ist dem Staate eine feste Richtlinie für sein Handeln gegeben, die auch den Wirtschaftssubjekten die gleichen Bindungen auferlegt. Der Staat ist also nicht Diktator, „sondern übergeordneter Sachwalter und Garant der Freiheit, der die Unterstellung jedes Gliedes unter das Gemeinwohl erzwingt"[2]). Alle haben sich den gemeinsamen Zielen unterzuordnen, und es gibt „keinen Gegensatz mehr zwischen Staatspolitik, Produktionswirtschaft und Kreditpolitik"[3]).

Die Maßnahmen, die sich auf den Kapitalmarkt richten, sind deshalb nicht losgelöst von der übrigen Wirtschaft zu beurteilen, sondern sie fügen sich organisch in das gesamte Wirtschaftsgeschehen ein. Das zurückgekehrte Vertrauen durch die energische Inangriffnahme politischer und wirtschaftlicher Aufgaben mußte sich wohltätig auf die gesamte Wirtschaftsgestaltung, also auch auf den Kapialmarkt auswirken. Neben den indirekten Einwirkungen waren aber auch noch direkte Maßnahmen notwendig. Diese werden im einzelnen noch ausführlich dargestellt

---

1) Nassen, Kapital und Arbeit im Dritten Reich. Berlin 1933, S. 19.
2) Kalveram, Selbstkostenrechnung, Preispolitik und Wirtschaftssteuerung, Z. f. B. 12. Jg. 1935, H. 1, S. 2.
3) v. Katzler, Bankenpolitik im nationalsozialistischen Staat. in: Bankarchiv, 33. Jg. Nr. 9 v. 1. Februar 1934, S. 178.

werden. Im allgemeinen ist dazu zu sagen, daß es bewußt vermieden worden ist, Eingriffe vorzunehmen, die die Rechte des einzelnen geschmälert hätten. Hingegen wurde eine energische und systemvolle Kapitalmarktpolitik im Rahmen der höheren Bindungen aufgenommen, die den Anlagesuchenden das Gefühl der Sicherheit für ihre Anlagen gegeben hat. „Ein Geldmarkt ist gesund und arbeitsfreudig, wenn der Geldgeber neben einer sicheren Zinszahlung sein Anlagekapital gesichert weiß, und wenn der Geldnehmer ohne Sorge um heimtückische Schlingen stetig arbeiten kann zu tragbaren Bedingungen oder nationalsozialistisch ausgedrückt: wenn Kapital und Arbeit sich aufbauen auf dem Prinzip, daß der gemeinsame Nutzen vorangehen muß und dann auch den einzelnen zugute kommt“[4]).

Die Tatsache, daß bei allen Maßnahmen das Wohl des Ganzen im Vordergrund steht unterscheidet, die neue Wirtschaftspolitik von der vergangenen liberalistischen. Sie brachte damit in Hinsicht auf den Kapitalmarkt den Übergang von ehemals „künstlichen“ Eingriffen zu einer organischen Kapitalmarktpolitik im weitesten Sinne. Es werden jetzt bei jeder Regelung nicht mehr Teilgebiete ins Auge gefaßt, sondern alle Anlagemöglichkeiten, die eine Kapitalrente bieten. Insofern ist der gesamte Kapitalmarkt demnach als Einheit zu betrachten, und wenn alle in Anwendung zu bringenden Maßnahmen hierauf Rücksicht nehmen, werden Ausweichmöglichkeiten, die den Erfolg der Kapitalmarktpolitik in Frage stellen können, verhindert[5]).

Das braucht aber andererseits noch nicht zu bedeuten, daß das gesamte Geld- und Kreditwesen in die Hände des Staates übergeht, wie es zum Teil gefordert worden ist[6]).

Beachtenswert in diesem Zusammenhang erscheinen hier die Ausführungen von Fischer, der darauf hinweist, daß im Falle einer Übernahme des Kreditwesens durch den Staat diesem auch das Risiko der Wirtschaft aufgebürdet wird. „Es sei daher die Frage erlaubt, ob den Forderungen nach dem staatlichen Kreditmonopol nicht eine grundsätzliche Verwechslung zwischen Direktive und Exekutive zugrunde liegt. Zweifellos hat im nationalsozialistischen Staat die allgemeine Direktive für das wirtschaftliche Handeln und die Kontrolle über die Ausführung der gegebenen Direktiven vom Staat auszugehen. Für die der Direktive entsprechende Exekutive kommt aber nicht nur der Beamte in Frage, sondern der

---

[4]) Vgl. Bensch, Neuschöpfung des Realkredits durch den Pfandbrief. In: Die dt. Volkswirtschaft. 1933, 2. Jg. Nr. 12 v. 20. 9. 33, S. 377.

[5]) Deutsche Bergwerkszeitung v. 30. 12. 34.

[6]) „In der nationalsozialistischen Wirtschaft sollen . . . neben die Ueberführung des gesamten Geld- und Kreditwesens in die Hände des Staates, die Kontrolle über die Kapitalinvestierung treten“. Geld, Kredit und Kapital in der nationalsozialistischen Wirtschaft (ohne Verfasser). In: Die nationale Wirtschaft, 2. Jg. Nr. 10 v. 5. 10. 34, S. 351.

nationalsozialistische Staat verlangt gerade von jedem einzelnen, seine Handlungen nach dem Gesichtspunkt des Gemeinwohls einzurichten"[7]).

Wenn man schließlich noch die Frage nach dem Ziele der Kapitalmarktpolitik stellt, dann beantwortet sich diese nach dem Gesagten teilweise von selbst. Im Vordergrunde steht die Aufgabe, dem Kapitalmarkt seine Funktionsfähigkeit wiederzugeben, d. h. ihn zu solider Anlage geeignet und für neue Kapitalinanspruchnahme zu niedrigen Zinssätzen aufnahmefähig zu machen. Das Interesse richtet sich dabei sowohl auf den Rentenmarkt als auch auf den Aktienmarkt. Eine Bevorzugung des Rentenmarktes, die in dem vergangenen Jahre zu beobachten war, hatte eigene Gründe, die sich, wie noch zu zeigen sein wird, aus der besonderen Lage dieses Teilmarktes ergaben. Wenn deshalb die folgenden Ausführungen sich vorwiegend mit dem Rentenmarkt befassen, darf daraus nicht geschlossen werden, daß der Aktienmarkt sich außerhalb des Interesses der Regierung befindet. Eine solche Meinung würde der Auffassung der Einheitlichkeit aller Teilmärkte des Kapitalmarktes zuwiderlaufen und ist deshalb abzulehnen. Richtig ist vielmehr, daß bereits die indirekten Maßnahmen, vor allem im Zusammenhang mit der Arbeitsbeschaffung, eine Auflockerung des Aktienmarktes zur Folge hatten, während der Rentenmarkt einer direkten Pflege in weit höherem Maße bedurfte.

Das große Ziel, welches sich die nationale Regierung gestellt hat, wird durch die Worte Lüers treffend gekenzeichnet: „Es ist das Bestreben der nationalsozialistischen Wirtschaftsführung, eine geläuterte Privatwirtschaft durch Bereinigung aller Schäden, durch Neugestaltung mit Betriebskapitalien und nicht zuletzt durch eine kraftvolle Durchblutung mit dem Lebensstrom der neuen Zeit wieder voll funktionsfähig zu machen"[8]).

II. Die Einzelmaßnahmen zur Verwirklichung der organischen Kapitalmarktpolitik.

1. Einleitende Maßnahmen zur Auflockerung des Kapitalmarktes.

Eine Politik, die auf einen Wiederaufbau des Kapitalmarktes hinzielt, muß zunächst damit beginnen, die Krankheitsherde auszuräumen. Dabei sind es vor allem zwei Erscheinungen gewesen, die sich lähmend be-

---

[7]) Die Funktionen des Kredits in der neuen Wirtschaft. Vortrag des Führers des deutschen Bankenapparates Fischer an der Lessing-Hochschule Berlin nach Deutsche Bergwerkszeitung vom 8. 12. 34.

[8]) Lüer, Banken und Arbeitsbeschaffung. In Rhein-Mainische Wirtschafts-Zeitung, 20. Februar 1934, Nr. 4, S. 85.

merkbar gemacht haben: die starke Überschuldung der Landwirtschaft und die Belastung der Kommunen mit hohen kurzfristigen Verbindlichkeiten. Die sich zunächst hieraus ergebenden Aufgaben wurden von der Regierung zuerst in Angriff genommen durch das Gesetz zur Regelung der landwirtschaftlichen Schuldverhältnisse und durch das Gemeindeumschuldungsgesetz. Zuvor wurde die im nachfolgenden zu besprechende Kommission zur Überwachung des Kapitalmarktes eingesetzt.

a. Kontrolle des Kapitalmarktes.

Wenn die zu ergreifenden Maßnahmen zur Wiederherstellung geordneter Verhältnisse auf dem Kapitalmarkt von Erfolg begleitet sein sollten, mußte verhütet werden, daß die wenigen, zunächst noch vorhandenen Mittel des Kapitalmarktes an falschen Stellen zum Einsatz gebracht wurden. Es galt also dafür zu sorgen,, daß die zur Verfügung stehenden und in Zukunft durch die Maßnahmen zur Auflockerung des Kapitalmarktes noch zusätzlich freiwerdenden Kapitalbeträge nicht von egoistischen Interessen einzelner in Anspruch genommen wurden.

Um dies zu verhindern, wurde durch Kabinettsbeschluß vom 31. Mai 1933 eine Kommission unter Führung des Reichsbankpräsidenten eingesetzt, die bevollmächtigt wurde, alle den Geld- und Kapitalmarkt betreffenden Angelegenheiten zu regeln und zu überwachen[9]), „damit nicht Störungen durch falsche Dispositionen oder Eingriffe nicht verantwortlicher Stellen eintreten . . . Die Kommission hatte in erster Linie die Aufgabe, einer Gefährdung der Erholung des Kapitalmarktes durch unzeitgemäße Börseneinführungen und sonstige Emissionen vorzubeugen"[10]).

In der Folge hat dann die Kommission zur Überwachung des Kapitalmarktes verhindert „daß jeder beliebige für seine Wertpapieremission den Kapitalmarkt in Anspruch nehmen und die anfallenden Ersparnisse für seine Sonderzwecke abschöpfen konnte"[11]).

b. Die landwirtschaftliche Schuldenregelung.

Die Lösung des landwirtschaftlichen Schuldenproblems ist die schwierigste Aufgabe, die die Regierung bei der Machtübernahme auf dem Gebiete des Kreditwesens vorgefunden hat. Seit den Jahren der Inflation, in denen die bäuerlichen Betriebe fast schuldenfrei wurden, bis Ende des Jahres 1931, war die Schuldenlast der Landwirtschaft auf fast RM. 12 Milliarden angewachsen. Die Entwicklung in den einzelnen Jahren zeigt die nachfolgende Übersicht[12]):

---

[9]) Verwaltungsbericht der Reichsbank für das Jahr 1933, S. 7.

[10]) Lt. persönlicher Angaben aufgrund der amtl. Mitteilung an die Presse v. d. volkswirtschaftl. u. statistischen Abteilung der Reichsbank.

[11]) Schacht, Rundfunkansprache am 25. Januar 1935 über die Zinssenkungsaktion.

[12]) Kokotkiewicz, Der Immobiliarkredit, seine Lage und Aussichten, Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung. Sonderheft 30, S. 21, Berlin 1932.

Die Kreditbelastung der Landwirtschaft.
(Mill. RM.)

Art der Kredite	Jahresende						
	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931[14])
	Erfaßbare Kreditbelastung.						
Realkredite	1011	2049	2814	3623	4117	4350	4485
Kredite von mittlerer Laufzeit	26	102	304	318	360	297	265
Kurzfristige Kredite[13])	2186	2127	2566	2890	2865	3133	3173
Insgesamt	3223	4278	5684	6831	7342	7780	7923
	Nicht erfaßbare Kreditbelastung (Schätzungen)						
Aufwertungs-hypotheken	2750	2400	2200	1950	1875	1600	1500[15])
Gutsübertragungs-hypotheken	250	500	750	1100	1225	1300	1350
Schwimm-schulden	1800	1550	1250	950	950	950	1000
Insgesamt	4800	4450	4200	4000	4050	3850	3850
Kreditbelastung insgesamt[16])	8023	8728	9884	10831	11392	11630	11773

Die Gründe für die wachsende Verschuldung der landwirtschaftlichen Betriebe sind in der Literatur des öfteren untersucht worden[17]); hier genügt es, einen kurzgefaßten Hinweis auf die wirksam gewesenen Faktoren zu geben. Sering faßt die Ursachen wie folgt zusammen: „Schwächung der Produktionskraft durch Krieg und Zwangswirtschaft, Mangel an barem Betriebskapital beim Übergang von der Inflation zur festen Währung, die erzwungene Umwandlung von Kontokorrent und Wechselkrediten aus der letzten Inflationszeit in hochverzinsliche Goldschulden, die Erhebung der Steuern in Gold schon vor der Währungsbefestigung und nachher bei gesenkter Kaufkraft der Agrarerzeugnisse erhöhte Steuern, Löhne und soziale Lasten, die Intensivierungspropaganda, gefördert durch staatliche Kredite und falsche Wertvorstellungen

13) Einschl. der Beträge, die bei den genossenschaftlichen Zwischenstellen nur zur Finanzierung der Lagerhaltung arbeiten. —
14) Vorläufig.
15) Ohne etwa 300 Millionen RM. Aufwertungshypotheken, die auf landwirtschaftlichen Nebenbetrieben ruhen.
16) In diesen Beträgen der Kreditbelastung sind die kapitalisierten Renten und Altenteile nicht mit enthalten.
17) Vgl. die Verschuldungs- und Kreditlage der deutschen Landwirtschaft in ihrer Entwicklung von der Währungsbefestigung bis Ende 1928. Verhandlungen und Berichte des Unterausschusses für Landwirtschaft, Bd. 12, Berlin 1930.

bei den Landwirten und den Kreditgebern und schließlich unverhältnismäßig hohe Zinsen für die aufgenommenen Kredite“[18]).

Gerade die Frage der Zinslast ist aber für den landwirtschaftlichen Betrieb und dessen Existenzfähigkeit von großer Bedeutung. Denn es ist nicht so wichtig, wie hoch die Verschuldung als solche ist, sondern ob die aus der Verschuldung resultierenden Zinslasten ohne Gefahr für die Existenz des Betriebes aufgebracht werden können. Das war aber unter der Herrschaft des erhöhten Zinsfußes nicht der Fall. Entscheidend sind vor allem die Zusammenhänge zwischen Zinsbelastung und Verkaufserlösen. „Die Kreditlage der Landwirtschaft ist aufs engste verknüpft mit den landwirtschaftlichen Ertragsverhältnissen“[19]). Ein Vergleich von Verkaufserlös und Zinslast zeigt eine fortschreitende Verschlechterung der landwirtschaftlichen Verschuldungsverhältnisse[20]):

Wirtschaftsjahr	Zinslast	Verkaufserlöse	Zinslast in v. H. der Verkaufserlöse
	Milliarden RM.		
1925/26	0,61	8,0	7,6
1926/27	0,63	8,5	7,5
1927/28	0,79	9,3	8,5
1928/29	0,92	10,2	9,1
1929/30	0,95	9,9	9,6
1930/31	0,95	8,7	10,9
1931/32	1,01	7,4	13,7
1932/33	0,85	6,5	13,2

Die ungünstige Kreditlage wurde noch verstärkt durch die Überlastung der Landwirtschaft mit Steuern und sozialen Abgaben, die zusammen noch größer waren als die Summe der aufzubringenden Zinszahlungen[21]). Weil die Landwirschaft diese Beträge infolge stetig sinkender Erträge nicht erwirtschaften konnte, mußte sie Zinsen und Steuern durch neuaufgenommene Kredite zahlen, wodurch die tatsächliche Lage einige Jahre verschleiert werden konnte. „In dem Augenblick aber, als der Kreditzufluß zum Stocken kam und neue Kredite zur Verlustfinanzierung im allgemeinen nicht mehr gegeben wurden, da wurde das Bild entschleiert, und die bis dahin schleichende Krise kam zum offenen Ausbruch“[22]).

---

[18]) Sering, Deutsche Agrarpolitik. Leipzig 1934, S. 113.

[19]) Die Kreditlage der deutschen Landwirtschaft im Wirtschaftsjahr 1932/33, hrsgg. von der Deutschen Rentenbank Kreditanstalt Berlin 1934, S. 5.

[20]) Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, 9. Jg., Heft 1, Teil A, S. 25.

[21]) Vgl. Gerloff, Die Besteuerung der Landwirtschaft vor und nach dem Kriege. In Sering, Die deutsche Landwirtschaft, 50. Sonderheft der Berichte über Landwirtschaft. Berlin 1932.

[22]) Vgl. Kokotkiewicz, Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft des Agrarkredits, Berlin 1934. S. 7.

Die gesetzgeberischen Maßnahmen, die zur Krisenüberwindung erlassen wurden, können und brauchen in diesem Zusammenhang nicht näher dargestellt zu werden. Es handelt sich hier um sehr komplizierte Verfahren, die der Landwirtschaft in Form von Um- und Entschuldung, durch Zinsherabsetzung und Schutz gegen Zwangsvollstreckung zu Hilfe kommen wollten und die zuerst als „Osthilfe" in Erscheinung traten, um dann auf immer weitere Gebiete ausgedehnt zu werden[23]).

Die Ergebnisse dieser Maßnahmen zeigen, daß sie den gewünschten Erfolg nicht gebracht haben. Sering beurteilt die Lage der Landwirtschaft zu Beginn des Jahres 1933 wie folgt: „So war unter der Decke der Osthilfe und zum Teil als Folge ihrer Eingriffe die Wirtschaft langsam erstarrt. Die Entschuldungsmaßnahmen hatten mit einer Voraussetzung gerechnet, die nicht eingetreten war; daß nämlich unabhängig von ihnen eine mittlere Rentabilität der Landwirtschaft wieder hergestellt werden würde"[24]).

Am 1. Juni 1933 wurde das „Gesetz zur Regelung der landwirtschaftlichen Schuldverhältnisse"[25]) erlassen, wodurch die Schuldengesetzgebung auf das ganze Reichsgebiet ausgedehnt wurde. Auch dieses Gesetz, auf dessen wesentlichen Inhalt weiter unten noch eingegangen wird, geht, ebenso wie die Osthilfegesetzgebung, von dem Grundgedanken aus, daß die Schulden soweit herabgesetzt werden müssen, daß aus den Erträgnissen des Betriebes der Lebensunterhalt des Betriebsinhabers und und dessen Famlie, sowie die Verzinsung und Tilgung der Schulden bestritten werden kann. Gleichzeitig ist eine Verschuldungsbegrenzung insofern vorgesehen, als die Mündelsicherheitsgrenze, oberhalb deren Kapitalkürzungen vorgenommen werden können, künftig gleichzeitig die Höchstverschuldungsgrenze darstellt.

Neben den Entschuldungsverfahren aus dem vorerwähnten Gesetz laufen nach wie vor diejenigen der Osthilfe, so daß eine einheitliche Regelung bisher noch nicht anzutreffen ist. Die endgültige Bereinigung, die durch das Schuldenregelungsgesetz eingeleitet worden ist, steht zur Zeit noch in ihren Anfängen. „Von den schätzungsweise rund 300 000 eröffneten oder beantragten Entschuldungsverfahren ist vorläufig nur ein verschwindend geringer Teil zu Ende geführt worden, weil die zur Durchführung der Verfahren notwendigen Vorschriften teils erst im Laufe der letzten Monate erlassen worden sind, teils überhaupt noch ausstehen, und weil die technische Abwicklung mit einer Fülle nicht vorhersehbarer Schwierigkeiten verknüpft ist"[26]). Etwas günstiger scheinen die Verhältnisse im Osthilfeverfahren zu liegen. Dort waren um die Mitte

---

[23]) Vgl. Wachsmann, Das Osthilfegesetz und seine landwirtschaftliche Problematik. In: Deutsche Agrarpolitik, Veröffentlichungen der Friedrich List-Gesellschaft, Berlin 1932, S. 136 ff.

[24]) Sering, Deutsche Agrarpolitik, a. a. O., S. 122.

[25]) RGBl. I, S. 331.

[26]) Kapitalmarktprobleme am Jahresschluß (o. V.) Der deutsche Oekonomist v. 21. 12. 34, S. 1680.

des Jahres 1934 etwa 36 000 Fälle abgeschlossen und 440 Millionen RM. Entschuldungsdarlehen gewährt worden[27]).

Die zwar „weitgehende, aber im Grunde doch im alten kapitalistischen Denken haftende Regelung erfuhr nach der Übernahme des Landwirtschaftsministeriums durch den Nationalsozialisten Darré eine Neugestaltung auf einer grundsätzlich anderen Ebene"[28]). In der Tat ist mit der Durchführung nationalsozialistischen Gedankengutes auf dem Gebiete der Agrarpolitik auch das Problem des Agrarkredits in ein neues Stadium getreten. Dies kommt zunächst in der im Reichserbhofgesetz vom 29. September 1933[29]) ausgeführten Bestimmung zum Ausdruck welche besagt: Der Erbhof ist grundsätzlich unveräußerlich und unbelastbar. In den Erbhof kann wegen einer Geldforderung nicht vollstreckt werden.

Die Bedeutung, welche den Maßnahmen der nationalsozialistischen Regierung auf dem Gebiete der landwirtschaftlichen Schuldenregelung zukommt, kann nur aus der gesamten Agrarpolitik der letzten Jahre erkannt und gewürdigt werden. Denn wie gezeigt werden konnte, haben auch die früheren Regierungen große Anstrengungen gemacht, um die übermäßige Verschuldung der Landwirtschaft auf ein tragbares Maß herabzusetzen. Jedoch haftete jenen Maßnahmen ein Mangel an, nämlich der, daß man glaubte, die Frage der Verschuldung für sich allein, d. h. ohne Berücksichtigung anderer wichtiger Lebensfragen der Landwirtschaft regeln zu können. Weil man aber eine wichtige Voraussetzung, nämlich die Schaffung der Grundlagen für eine Gesundung der Wirtschaftslage der Landwirtschaft außer acht ließ, mußte auch den kreditpolitischen Regelungen der Erfolg versagt bleiben. Es kann anerkannt werden, daß den Bemühungen hinsichtich der Senkung der Schulden- und vor allem der Zinsenlast im Jahre 1932 ein gewisser Erfolg beschieden war, aber die Erleichterung, die durch die zahlenmäßige Verringerung der Zinslast an und für sich eingetreten war, hatte in Wirklichkeit deshalb keine Bedeutung, weil gleichzeitig infolge der Deflationspolitik ein Rückgang der Erlöse für landwirtschaftliche Erzeugnisse eintrat. Die Zahlungsfähigkeit der Betriebe erfuhr aus diesem Grunde keine Verbesserung, sie wurde eher noch verschlechtert.

Bei der im Jahre 1933 beginnenden Neuregelung kam es also darauf an, die Fehler der Vergangenheit zu vermeiden, das heißt aber, es mußte in erster Linie darauf geachtet werden, daß die Maßnahmen hinsichtlich der Schuldenregelung mit der Sorge für eine Besserung der landwirtschaftlichen Gesamtlage Hand in Hand gingen.

Dies wurde dadurch erreicht, daß das Problem nicht einseitig nur von der Schuldenseite, sondern auch vor allem von der Ertragsseite her in Angriff genommen wurde. Letzteres wurde wiederum nur durch eine neue und grundlegend geänderte Auffassung über das deutsche Bauerntum möglich, das von den privatwirtschaftlichen Bindungen befreit werden sollte. Die Erzeugnisse des deutschen Bauernhofes wurden der Preis-

---

[27]) Die Wirtschaftskurve, 13. Jg. H. 4, März 1935, S. 396.
[28]) Die nationale Wirtschaft, 2. Jg. Nr. 4, v. 5. 4. 34, S. 138.
[29]) RGBl. I, S. 685.

bildung des freien Marktes entzogen. In einer von Reichsminister D a r r é am 19. September 1933 gehaltenen Rede wurden hierüber folgende Ausführungen gemacht: „Wir müssen uns vollkommen darüber klar sein, daß der Landwirt kein Unternehmer im landläufigen Sinne ist. Der Nährstand kann und soll nicht sich an dem Spiel der freien Preisbildung beteiligen; er darf nicht den damit verbundenen Gefahren ausgesetzt sein, weil seine Aufgabe für die Nation unerhört wichtig ist".

Alle ergriffenen und durch den Reichsnährstand durchgeführten Maßnahmen, auf die hier im einzelnen nicht eingegangen wird, sind darauf ausgerichtet, durch Regulierung der Preisverhältnisse für landwirtschaftliche Erzeugnisse und durch die Sorge um den reibungslosen Absatz dem bäuerlichen Betriebe die Existenzgrundlage zu sichern. Die Gesamtheit aller auf diesem Gebiete durchgeführten Maßnahmen hatte die Aufgabe, die Ertragslage der Landwirtschaft zu verbessern und die bis zum Jahre 1933 in immer breiterem Rahmen um sich greifenden Verfallserscheinungen zu beseitigen.

Hand in Hand damit ging die bereits angedeutete Bereinigung der Verschuldungslage, d. h. die Um- bzw. Entschuldung und die Sicherung der Bauernhöfe gegen zukünftige neue Verschuldung. Das letzte Ziel, das hier angestrebt wird, geht aus den Worten D a r r é's auf dem bayrischen Landesbauernthing am 22. April 1934 hervor: „Wir wollen den Bauern aus der liberalistischen Kreditwirtschaft herauslösen, ihn des Kredits entwöhnen . . ." Das kann aber nur allmählich erreicht werden. Die Zurückführung der Verschuldung der bäuerlichen Betriebe auf ein erträgliches Maß und das Verbot der dinglichen Belastung von Erbhöfen sind als ein erster Schritt auf diesem Wege zu werten.

Was den ersteren Punkt betrifft, so hat das „Gesetz zur Regelung der landwirtschaftlichen Schuldverhältnisse vom 1. Juni 1933" in Verbindung mit einer großen Reihe von Durchführungsverordnungen für eine Bereinigung der landwirtschaftlichen Schuldverhältnisse gesorgt. Der wesentliche Inhalt dieses Gesetzeswerkes kann durch folgende drei Punkte charakterisiert werden:

1. Festschreibung
2. Zinssenkung
3. Kürzung der Forderungen.

Der nächstliegende Zweck der durchzuführenden Maßnahmen ist die Verschuldung auf ein tragbares Maß zurückzuführen. Hierfür läßt der Gesetzgeber wiederum drei Möglichkeiten zu, nämlich die Selbstentschuldung, Eröffnung des amtlichen Entschuldungsverfahrens bzw. das Zwangsvergleichsverfahren.

Bevor der Staat eingreift, muß der Inhaber des landwirtschaftlichen Betriebes versuchen, durch gütliche Vereinbarung mit seinen Gläubigern die nicht mündelsicheren Schulden festzulegen, d. h. in unkündbare Tilgungshypotheken umzuwandeln. Hand in Hand damit erfolgt eine Senkung des Zinses, welcher für die nicht mündelsicheren Forderungen auf $4^1/_2$%, für die mündelsicheren Forderungen auf 4% festgesetzt worden ist. Gleichzeitig ist in allen Fällen darauf Bedacht zu

nehmen, daß nach der Neuregelung die Zins- und Tilgungszahlungen nicht die Leistungskraft des Betriebes übersteigen.

Sofern die Schuldenregelung auf gütlichem Wege nicht durchgeführt werden kann, wird auf Antrag das Entschuldungsverfahren eröffnet. In ihm werden die nicht mündelsicheren Forderungen, d. h. diejenigen, die $^2/_3$ des Betriebswertes übersteigen, in unkündbare Tilgungsforderungen umgewandelt bei gleichzeitiger Senkung des Zinssatzes auf $4^1/_2$%. Forderungen, die bisher dinglich nicht gesichert waren, werden jetzt grundbuchlich eingetragen. In gewissen Fällen kann eine Mobilisierung der Forderung erfolgen und zwar durch Barablösung (z. B. Forderungen, die nach der Bankenkrise 1931 entstanden sind, und Forderungen besonders schutzwürdiger Gläubiger) oder in Form der Ablösungsschuldverschreibungen, die von der Deutschen Rentenbank ausgegeben werden.

Nach der Regelung der nicht mündelsicheren Forderungen erfolgt automatisch Festschreibung und Zinssenkung der mündelsicheren Forderungen. Auch diese können auf Antrag in bar abgelöst werden, sofern sie nach dem Jahre 1931 entstanden sind. Forderungen, deren Entstehung bereits vor die Bankenkrise fällt, können dadurch liquidiert werden, daß sie mit 4%igen Rentenbank-Ablösungsschuldverschreibungen abgelöst werden.

Sofern das Entschuldungsverfahren nicht ausreicht, die Verschuldung des Betriebes auf ein Maß zurückzuführen, das dem Betriebsinhaber die Aufrechterhaltung des Betriebes und den notwendigen Lebensunterhalt gestattet, setzt das Zwangsvergleichsverfahren ein. In diesem können die Forderungen, die die Mündelsicherheitsgrenze übersteigen, zwangsweise bis auf 50 v. H. gekürzt werden. Die Kürzung bestimmter Forderungen (z. B. Forderungen aus Betriebskrediten und Lieferungen, Löhnen, Steuern usw.) wird vom Gesetz ausdrücklich ausgeschlossen.

Gleichzeitig mit der Beseitigung der Überschuldung hat aber der Gesetzgeber dafür gesorgt, daß die Betriebe, auch wenn sie nicht Erbhöfe sind, vor einer zukünftigen erneuten Überschuldung bewahrt bleiben. Dies geschieht dadurch, daß die Betriebe, welche dem Entschuldungsverfahren unterlegen haben, einer dauernden Belastungsbeschränkung unterliegen, d. h. jede Neubelastung, die über die Mündelsicherheitsgrenze hinausgeht, ist nicht mehr statthaft. Innerhalb der Mündelsicherheitsgrenze dürfen nur noch unkündbare Tilgungsforderungen aufgenommen werden.

Durch die geschilderten Maßnahmen wurde erreicht, daß der bisher von Jahr zu Jahr zu beobachtenden Zunahme der landwirtschaftlichen Verschuldung ein Ende gesetzt werden konnte. Es trat sogar vom Jahre 1933 ab ein Absinken der Schuldenlast ein. Während die Gesamtverschuldung am 1. Juli 1933 noch 11,8 Milliarden betrug, war sie am gleichen Termin des folgenden Jahres auf 11,6 Milliarden gesunken und am 1. Juli 1935 wurde sie nur noch auf 11,3 bis 11,4 Milliarden ge-

schätzt[30]). Über die Gründe hierzu schreibt die Rentenbank-Kreditanstalt: „Dieser Verschuldungsrückgang ist einmal auf die Besserung der wirtschaftlichen Lage zurückzuführen, die es der Landwirtschaft ermöglichte, in gewissem Umfange Kreditrückzahlungen vorzunehmen. Er erklärt sich weiter aus den Auswirkungen der Umschuldungsmaßnahmen der Osthilfe und des Schuldenregelungsgesetzes. Vor allen Dingen kommt in dem Verschuldungsrückgang auch zum Ausdruck, daß in einem großen Teile der deutschen Landwirtschaft, namentlich in den Erbhöfen, die sonst jährlich zu beobachtende Neuverschuldung aus Kauf und Erbgang nicht mehr eintritt[31])."

In weit stärkerem Maße als bei der Verschuldungshöhe tritt die Auswirkung des Entschuldungswerkes hinsichtlich der von der Landwirtschaft aufzubringenden Zinslast zu Tage. Gegenüber dem Höchststand im Wirtschaftsjahre 1931/32 konnte die Zinsbelastung im Wirtschaftsjahr 1933/34 um 25 v. H. und im folgenden Jahre sogar um 30 v. H. gesenkt werden. In absoluten Zahlen ausgedrückt ergab sich eine Zinssenkung von 1,01 Milliarden im Wirtschaftsjahre 1931/32 auf 0,65 Milliarden im Jahre 1934/35. Daß den Maßnahmen der Zinssenkung nicht nur absolut, sondern auch relativ ein voller Erfolg beschieden war, ergibt sich daraus, daß es gelungen ist, die Zinslast, die in v. H. des Verkaufserlöses im genannten ungünstigsten Jahre noch 13,6% betrug, auf 7,8% im Jahre 1934/35 herabzudrücken[32]).

Die Regelung der Schuldverhältnisse in der Landwirtschaft hatte aber nicht nur für diesen Wirtschaftszweig eine günstige Wirkung, sondern sie setzte sich auch auf die Gesamtwirtschaft und insbesondere auf dem deutschen Kapitalmarkt fort. Zunächst wurde durch die Schuldenregelung ein Unsicherheitsfaktor, der ständig von der Agrarkreditwirtschaft ausging, beseitigt. Weil die landwirtschaftlichen Betriebe unrentabel arbeiteten, waren sie gezwungen, die entstandenen Verluste laufend durch Kreditaufnahmen zu ergänzen. Dies hatte eine große Nachfrage auf dem Kapitalmarkt zur Folge, die, weil der Markt für langfristiges Kapital nicht voll funktionsfähig war, nur unvollkommen befriedigt werden konnte. Dies wiederum mußte sich in einer Erhöhung der Zinssätze auswirken. Bezüglich des Agrarkredits war dies um so mehr der Fall, als im Zins für landwirtschaftlichen Kredit eine erhöhte Risikoprämie eingerechnet werden mußte, sodaß auf diese Weise aus dem Bedarf landwirtschaftlicher Kredite sich eine Steigerung des Kapitalmarktsatzes ergab.

---

[30]) Die Kreditlage der deutschen Landwirtschaft im Wirtschaftsjahre 1933/34 und Die Kreditlage der deutschen Landwirtschaft im Wirtschaftsjahre 1934/35. Herausgegeben von der Deutschen Rentenbank-Kreditanstalt. Berlin 1935 bzw. Berlin 1936.

[31]) Die Kreditlage der deutschen Landwirtschaft . . . a. a. O., Berlin 1936, Seite 8.

[32]) Vgl.: Die Kreditlage der deutschen Landwirtschaft im Wirtschaftsjahr 1934/35, a. a. O.

Seit der neuen Regelung der landwirtschaftlichen Kreditverhältnisse treten die landwirtschaftlichen Betriebe als Nachfragende auf dem Kapitalmarkte nur noch in einem sehr beschränkten Umfange auf. Das bedeutet für den Kapitalmarkt gegenüber dem vorherigen Zustande eine starke Entlastung. Darüber hinaus wurde aber die Landwirtschaft noch in die Lage versetzt, alte Verpflichtungen zurückzuzahlen, d. h. ihrerseits zu einer Auflockerung des Kapitalmarktes beitragen zu können.

Die zwangsläufige Senkung des Zinsfußes für Agrarkredite auf 4 bzw. $4\frac{1}{2}\%$ ließ die früher vorhandene zinsfußsteigernde Tendenz der Nachfrage der Landwirtschaft auf dem Kapitalmarkte in Fortfall kommen und war dazu geeignet, die allgemeine Senkung des Zinsfußes vorzubereiten.

Infolge der engen Verbindung, welche in Deutschland zwischen dem landwirtschaftlichen Kreditmarkt und den allgemeinen Kreditmärkten besteht hat die Bereinigung der landwirtschaftlichen Schuldverhältnisse gleichzeitig zu einer Entlastung des Kapitalmarktes beigetragen.

c. Gemeindeumschuldung.

Die Störungen des Kapitalmarktes durch die landwirtschaftliche Verschuldung hätten sich in dem bedeutenden Umfange nicht auswirken können, wenn die starke Verschuldung der Gemeinden nicht als weitere schwere Belastung des Kapitalmarktes dazugetreten wäre. Es hat deshalb auch in den Jahren der Krise nicht an Vorschlägen gefehlt, die auf eine Besserung der Situation der Gemeindefinanzen hinzielten. Sie alle scheiterten aber an der Tatsache, daß eine für Gläubiger und Schuldner befriedigende Lösung nicht gefunden werden konnte. Die Einzelmaßnahmen, wie sie von den Regierungen geplant waren, scheiterten deshalb, weil sie nicht durchgreifend genug gestaltet waren[83]).

Hinzu kam noch, daß durch eine Konsolidierung der kurzfristigen Schulden allein das Ziel der Rekonstruktion der kommunalen Finanzen und des Kommunalkredits nicht erreicht werden konnte. Es mußte, wenn ein dauernder Erfolg erzielt werden sollte, die Sanierung der kommunalen Etats Hand in Hand gehen. „Da man aber an dieses Problem sich nicht heranwagte, konnte auch die Konsolidierung der kurzfristigen Verbindlichkeiten mit Aussicht auf Erfolg nicht in Angriff genommen werden"[84]).

Bis zum Jahre 1932 erreichten die Schulden der Gemeinden und der Gemeindeverbände die Höhe von etwa 11,33 Milliarden RM.[85]). Die

---

[83]) Eine Darstellung der hauptsächlichsten Versuche und Maßnahmen findet sich bei Zimmermann, Die Kreditpolitik der deutschen Kommunen. Diss. Heidelberg, 1933. S. 59 ff.

[84]) Die kommunale Umschuldung (o. Verf.) in: Der deutsche Oekonomist. 51. Jg. Nr. 39 v. 29. 9. 1933. S. 1257.

[85]) Wirtschaft und Statistik. 13. Jg. 1933. Nr. 20. 2. Okt. Heft. S. 643.

Entwicklung seit dem Jahre 1928 und die Verteilung nach lang- und kurzfristiger Verschuldung veranschaulicht die nachfolgende Tabelle[36]):

Tabelle nach Institut für Konjunkturforschung.

Die Schulden der Gemeinden und Gemeindeverbände (Stand am 31. März).

Art der Schulden	1928	1930	1932	Veränderung gegenüber 1928 in %	
		Mill. RM.		1930	1932
I. Altverschuldung	1048,6	1091,9	1019,1	+ 4,1	— 2,8
II. Festwert- u. Valutaschulden	89,6	100,6	79,6	+ 12,3	— 11,2
Zusammen:	1138,2	1192,5	1098,7	+ 4,8	— 3,5
III. Neuverschuldung aus Kreditmarktmitteln					
1. Auslandsschulden					
a) langfristig	511,5	720,9	681,2	+ 40,9	+ 33,2
b) mittel- u. kurzfristig	30,0	13,6	53,7	— 54,7	+ 79,0
Zusammen:	541,5	734,5	734,9	+ 35,6	+ 35,7
2. Inlandsschulden					
a) langfristig	2570,4	4241,1	5326,0	+ 65,0	+ 107,2
b) mittel- u. kurzfristig	1524,6	2930,6	2789,4	+ 92,2	+ 83,0
Zusammen:	4095,0	7171,7	8115,4	+ 75,1	+ 98,2
III. Zusammen:	4636,5	7906,2	8850,4	+ 70,5	+ 90,9
davon langfristig	3081,9	4962,0	6007,3	+ 61,0	+ 94,9
mittel- u. kurzfristig	1554,6	2944,2	2843,1	+ 89,4	+ 82,9
IV. Neuverschuldung aus öffentl. Mitteln	767,0	1185,6	1345,7	+ 54,6	+ 75,4
Gesamtverschuldung	6541,7	10284,3	11294,7	+ 57,2	+ 72,7.

Eine Ergänzung hierzu bietet die Reichsfinanzstatistik, die bei 1205 Gemeinden über 10 000 Einwohnern Erhebungen über den Schuldenstand angestellt hat; sie kommt zu dem Ergebnis, daß bis zum 31. 3. 1933 785 Gemeinden einen Gesamtrückstand von 466,1 Millionen RM. hatten[37]).

---

[36]) „Die deutsche Volkswirtschaft", 2. Jg. Nr. 13. v. 8. Oktober 1933, S. 395.

[37]) Wirtschaft und Statistik vom 1. 10. 33 Heft 19, S. 616 ff.

Die hohe kurzfristige Verschuldung wirkte sich in zweifacher Hinsicht auf den Kapitalmarkt aus. Einmal fanden die kommunalen Papiere keine Käufer mehr, weil sie keine sichere Anlage darstellten. Dies zeigte sich in dem niedrigen Kursstand. Auf der anderen Seite hatten die Gemeinden selbst einen größeren Kapitalbedarf, welcher auf den Kapitalmarkt als Nachfrage in Erscheinung trat, ohne jedoch Befriedigung finden zu können. Ihren Höhepunkt fand diese Entwicklung, als es offenbar wurde, daß die größten deutschen Städte, wie Frankfurt, Köln, Breslau, Dresden, Stuttgart u. a. m. unfähig waren, ihren Verbindlichkeiten aus kurzfristigen Krediten nachzukommen. Die Notwendigkeit unerfreulicher Verhandlungen[38]) zwischen Gläubiger und Schuldner einerseits und der Vorschlag einseitiger Zinssenkungen[39]) mancher Städte (Berlin, Frankfurt) andererseits wirkten sich auf den Kurs der Kommunalobligationen katastrophal aus.

Die wichtigste Voraussetzung für die Bereinigung der Finanzlage der Gemeinden war zunächst die Beseitigung der Ursachen, die zu einer immer größer werdenden Verschuldung geführt hatten. Man kann hinsichtlich der Verschuldung der Gemeinden zwei Perioden unterscheiden: die Zeit von der Inflation bis zum Jahre 1930 und von da ab bis zur Machtübernahme durch den Nationalsozialismus.

Die deutschen Gemeinden waren durch die Inflation fast schuldenfrei geworden. In den folgenden Jahren der Scheinkonjunktur ließen sich die Gemeinden zu hohen Ausgaben verleiten, die trotz steigender Einnahmen durch diese nicht gedeckt wurden, sondern durch beträchtliche Schuldaufnahmen finanziert werden mußten. Die damals reichlich zur Verfügung stehenden Mittel verführten die Kommunalpolitiker zur Durchführung großzügiger gemeindlicher Aufgaben, ohne daß man sich Gedanken darüber machte, wie die Schuldenlast später einmal abgedeckt werden könnte.

Der Ausbruch der Krise leitete sodann den Zusammenbruch der Gemeindefinanzen ein. Die bisher reichlich fließenden Mittel des Kapitalmarktes versiegten und gleichzeitig ging das Steueraufkommen zurück. Jetzt zeigten sich bereits die Nachteile des überhöhten Schuldenstandes. Hinzu kam, daß von nun ab die ständig wachsenden Ausgaben der Erwerbslosenfürsorge sich drückend fühlbar machten. Diese und sonstige Ausgaben, die durch die Krise verursacht wurden, sowie die hohe Zinsenlast führten zu ständig steigenden Fehlbeträgen, die durch Schuldenaufnahme gedeckt werden mußten. Der jährliche Gesamtfehlbetrag der deutschen Gemeinden und Gemeindeverbände betrug im Jahre[40])

1930 . . . . . 298 Mill. RM.
1931 . . . . . 307 „ „
1932 . . . . . 494 „ „

[38]) Die Auflockerung des Kapitalmarktes durch Umschuldung der Gemeinden (o. Verf.). In: Die deutsche Volkswirtschaft. 2. Jg. Nr. 13 v. 5. 10. 33, S. 395.
[39]) Wirtschaftsdienst, 18. Jg., Heft 28 v. 14. 7. 33, S. 964.
[40]) Hettlage, Gemeindefinanzen, in: Der Gemeindetag. Neue Folge, 3. Jahrg., Stuttgart und Berlin 1936, S. 402.

Der hierdurch jährlich auftretende neue Finanzbedarf konnte aber auf dem Wege langfristiger Anleihen nicht mehr voll befriedigt werden, er wurde deshalb zu einem großen Teil mit Hilfe kurz- und mittelfristiger Kredite zu hohen Zinssätzen beschafft.

Der hohe Kreditbedarf einerseits, und die aus der Illiquidität der Gemeinden herrührende Unmöglichkeit der pünktlichen Zahlung von Tilgungs- und Zinsbeträgen andererseits, bedeutet für den ohnehin geschwächten Kapitalmarkt eine Quelle ständiger Beunruhigung. Die mit starkem Risiko belasteten weit unter Pari notierenden Gemeindeanleihen schlossen die Möglichkeit einer organischen Zinssenkung aus. Sollte der Kapitalmarkt von den Hemmungen, welche von der ungünstigen Finanzlage der Gemeinden ausgingen, befreit werden, dann mußte zunächst die kurz- und mittelfristige Verschuldung der Kommunen, die den Zusammenbruch der Gemeindefinanzen verursacht hatte, konsolidiert werden.

Die Maßnahmen, die von der nationalsozialistischen Regierung ergriffen wurden, sind ähnlich, wie dies für den Bereich der Landwirtschaft gilt, nur im Zusammenhang mit der gesamten Wirtschaftspolitik verständlich. Auch hier müssen also die Einzelmaßnahmen in das gesamte System aller vom Nationalsozialismus ergriffenen wirtschaftlichen Regelungen eingeordnet werden.

Die allgemeinen von der nationalsozialistischen Regierung im Rahmen der gesamten Wirtschaftspolitik ergriffenen Maßnahmen brachten auch den Gemeinden eine fühlbare Entlastung und sie sind somit als der erste Schritt zur Gesundung der Gemeindefinanzen zu werten. Die vielen auf dem Gebiete der Wirtschaftspolitik getroffenen Regelungen, welche die Finanzlage der Gemeinden in günstiger Weise beeinflußten, können hier nicht alle aufgezählt werden[41]), es sei jedoch wegen ihrer hervorragenden Bedeutung auf diejenigen Gesetze hingewiesen, welche die Beseitigung der Arbeitslosigkeit zum Ziele hatten. Diesem Kampfe war bekanntlich ein voller Erfolg beschieden. Die Zahl der für die finanzielle Belastung der Gemeinden besonders wichtigen Wohlfahrtserwerbslosen hatte sich bis Mitte Juli 1935 auf etwa 16% des Standes vom 31. Januar 1933 gesenkt[42]). Allerdings hat sich die finanzielle Entlastung der Gemeinden nicht im gleichen Maße fühlbar gemacht[43]), doch konnten diese Ausgaben von Jahr zu Jahr gesenkt werden, bis sie im Jahre 1935 nur noch die Hälfte derjenigen von 1932 betrugen. Dies bedeutete aber für die Gemeinden bereits eine sehr wesentliche Erleichterung.

Zahlenmäßig ergab sich folgende Verbesserung der Haushaltlage: Im Rechnungsjahre 1933/34 konnten die sozialen Unterstützungen gegen-

---

[41]) Vgl. hierzu: Gniewoß, „Wie die Gemeindefinanzen gesund werden". Deutsche Gemeindebeamtenzeitung, 42. Jahrg. Nr. 4, Berlin, 23. Februar 1936, S. 97 ff.

[42]) Listemann, Die Lage der Gemeindefinanzen. Deutsches Wohnungsarchiv, 11. Jahrg., Heft 2, Berlin, Februar 1936, S. 55.

[43]) Die Haushaltslage wurde deshalb nicht im gleichen Maße der Abnahme der zu unterstützenden Gemeindemitglieder verbessert, weil die Zuschüsse von Reich und Ländern in noch schnellerem Tempo gekürzt wurden.

über 1932/33 um 199,1 Mill. RM. gesenkt werden[44]). 1934/35 ging infolge weiterer Abnahme der Arbeitslosigkeit der Fürsorgeaufwand gegenüber dem Vorjahre wiederum um etwa 1/4 zurück und konnte in diesem Zeitabschnitt um 676,5 Mill. RM. verringert werden[45]).

Auf der anderen Seite haben sich als Folge des allgemeinen Wirtschaftsaufschwungs die Steuereinnahmen der Gemeinden erhöht. Diese stiegen im Jahre 1933/34 gegenüber dem Vorjahre um 271,8 Mill. RM. und im folgenden Jahre ergab sich eine weitere Steigerung um 502,5 Mill. Reichsmark[46]).

In den Zeitpunkt, in dem sich die zweiseitige Verbesserung der Gemeindefinanzen von der Einnahme- und Ausgabeseite her anzubahnen begann, fällt nun diejenige Maßnahme, die geeignet war, die Finanzlage der Gemeinden auch auf direktem Wege zu sanieren. Wie gezeigt worden ist, hatten sich in den Krisenjahren bei den Gemeinden außerordentlich hohe Beträge kurz- und mittelfristiger Schulden angehäuft, deren Konsolidierung sehr dringend geworden war. Diese Aufgabe wurde mit Hilfe des „Gesetzes über die Umwandlung kurzfristiger Inlandsschulden der Gemeinden (Gemeindeumschuldungsgesetz)"[47]) durchgeführt.

Es braucht hier nicht eine eingehende Kommentierung des Gesetzes und der später mehrfach erlassenen Durchführungsverordnungen gegeben zu werden, es genügt, in diesem Zusammenhang die wichtigsten Grundsätze herauszuarbeiten.

Zunächst handelt es sich bei der Maßnahme, wie der Name des Gesetzes schon andeutet, nicht um Entschuldung, sondern um Umschuldung. Zu ihrer Durchführung wurde der „Umschuldungsverband deutscher Gemeinden" als eine Körperschaft des öffentlichen Rechts errichtet. (§ 1, Ziff. 2). Die deutschen Gemeinden, die sich hinsichtlich ihrer kurzfristigen Verbindlichkeiten in Schwierigkeiten befunden haben, konnten dem Umschuldungsverband mit Genehmigung der obersten Landesbehörde als Mitglied beitreten (§ 3).

Die Umschuldung geht in der Weise vor sich, daß die Mitglieder des Umschuldungsverbandes das Recht haben, jedem inländischen Gläubiger für eine zur Zeit des Inkrafttretens des Gesetzes bestehende kurzfristige Forderung die Umwandlung in mit 4% verzinsliche und mindestens 20 Jahre laufende Schuldverschreibungen, die vom Umschuldungsverband ausgegeben werden, anzubieten (§ 2 und § 4). Als Deckung der Schuldverschreibungen dienen die Forderungen der die Schuldverschreibungen erwerbenden Gläubiger gegen die Gemeinden. Diese Forderungen gehen gemäß § 3 Ziff. 2 auf den Umschuldungsverband über. „Das Verbandsmitglied hat die Forderung des Verbandes mit 4 v. H. jährlich zu verzinsen und vom 1. 10. 1936 mit 3 v. H. jährlich zuzüglich ersparter Zinsen zu tilgen". (§ 3 Ziff. 2, Satz 2).

---

[44]) Wirtschaft und Statistik, 2. Märzheft 1936, Seite 243.
[45]) Ebenda.
[46]) Ebenda, Seite 245.
[47]) RGBl. I, Seite 647.

Eine besondere Sicherheit hat die Anleihe durch eine Reichsgarantie erhalten. Bleibt eine Gemeinde mit ihren Zahlungen im Rückstand, dann überweist der Reichsminister der Finanzen die rückständigen Beträge dem Umschuldungsverband und hält sich seinerseits an den Steuerüberweisungen schadlos, die demjenigen Lande gebühren, welchem die mit ihren Zahlungen rückständige Gemeinde angehört.

Durch das Gemeindeumschuldungsgesetz erwachsen sowohl dem Schuldner als auch dem Gläubiger Vorteile. Für die Gemeinden bedeutet die Herabsetzung des Zinssatzes und die Aussetzung der Tilgung eine fühlbare Entlastung. Außerdem haben sie es jetzt nur noch mit einem Gläubiger zu tun, und sind vor Zwangsmaßnahmen und Eingriffen in die Verwaltung geschützt. Hingegen erleiden die Gläubiger eine Zinseinbuße, die aber deshalb nicht schwer ins Gewicht fällt, als anzunehmen war, daß die 4%ige Rente das festverzinsliche Papier der Zukunft sein würde. Schwer in das Gewicht fällt dagegen der Vorteil, jetzt einen sicheren Schuldner und die Reichsgarantie zu besitzen. Aus diesem Grund ist von der Möglichkeit des Gläubigers, Barzahlung und den Zinsatz von 7%[48]) weiterhin zu verlangen, wenig Gebrauch gemacht worden; vor allem deshalb weil dann Rückzahlung erst nach Ablauf von 5 Jahren verlangt werden kann. Im Interesse ihrer Liquidität erschien es der Hauptmasse der Gläubiger ratsam, anstelle einer auf 5 Jahre eingefrorenen, wenn auch höher verzinslichen Forderung, die Mobilisation durch die Schuldverschreibung vorzuziehen. Hinzu kommt noch, daß ein bilanzmäßiger Verlust durch den Erwerb der Schuldverschreibungen nicht entsteht, weil sie zu pari in die Vermögensrechnung eingesetzt werden dürfen[49]) (§ 12).

Die von der Reichsregierung eingeleitete Umschuldungsaktion erwies sich bereits wenige Monate nach der Inangriffnahme als ein voller Erfolg. Am 31. März 1934 waren bereits 2,47 Milliarden RM. kurzfristige[50]) Gemeindekredite zur Umschuldung angeboten worden[51]). Damit ist der weitaus größte Teil der kommunalen Verschuldung konsolidiert. Das ergibt sich auch daraus, daß nach dem genannten Termin für die Schuldenumwandlung nur noch unbedeutende Beträge in Frage kamen.

Von den Schuldumwandlungen wurden von April bis Juni 1934 140 Millionen RM. oder nur ein Viertel des für Januar bis März festgestellten Betrages erfaßt, ein Zeichen dafür, daß die Umschuldung bei den größeren gemeindlichen Körperschaften allmählich ihrem Ende zu-

---

[48]) Durch Durchführungsverordnung ist der Zinssatz für diese Forderungen inzwischen auf 4½% herabgesetzt worden.

[49]) Die Bank, 26. Jg. H. 39, v. 27. 9. 1933, S. 1387.

[50]) Der Begriff „kurzfristig" i. S. des Gemeindeumschuldungsgesetzes deckt sich nicht mit dem betriebswirtschaftlich gebräuchlichen gleichlautenden Begriff. Vgl. das in Frage stehende Gesetz § 5 u. „Gesetz zur Aenderung des Gemeindeumschuldungsgesetzes vom 14. 11. 1933, (RGBl. I, S. 971, Art. 1, Ziff. 2).

[51]) Wirtschaft und Statistik, Jg. 14, Nr. 23, 1. Dez. Heft 1934, S. 793.

geht[52]). Nach Mitteilungen des Statistischen Reichsamts wickelte sich die Umschuldungsaktion reibungslos ab. „Von den angebotenen Beträgen waren bis Ende März 1934 84 v. H. bereits endgültig in Umschuldungsanleihe umgewandelt oder infolge Ablehnung durch den Gläubiger auf 5 Jahre gestundet. Die vor den Schiedsstellen anhängig gemachten Verfahren umfaßten nur 88 Millionen RM. oder 3,5 v. H. der angebotenen Summe. Die Ablehnungen bezogen sich fast ausschließlich auf kurzfristige Schulden, die häufig noch besonders hoch verzinslich waren, sodaß dem Gläubiger das Zinsopfer zu groß erschien; die Streitfälle betrafen zumeist langfristige Schulden, deren Umschuldungsfähigkeit von dem Eintreten mehrerer Bedingungen abhängig ist“[53]).

Daß die Umschuldungsaktion für die Gemeinden ein voller Erfolg war, zeigt sich auch in der Zusammensetzung der Gemeindeschulden vor und nach der Neuregelung[54]). Von den Schulden der deutschen Gemeinden waren

	am 31. 3. 33	am 31. 3. 34	am 31. 3. 35
langfristig	65,4%	81,2%	86,6%
mittelfristig	12,3%	11,2%	10,3%
kurzfristig	22,3%	6,7%	3,1%

Hieraus wird ersichtlich, daß die drückenden kurz- und mittelfristigen Schulden von 34,6% auf 13,4% gesenkt werden konnten.

Zur Beurteilung der ergriffenen Maßnahmen[55]) und zur Würdigung des Ergebnisses in seinen Auswirkungen für die Gemeinden und den Kapitalmarkt muß man sich zunächst noch einmal in das Gedächtnis zurückrufen, welche schweren Einbußen die Kreditwürdigkeit der meisten Gemeinden durch Überschuldung erlitten hatte. Der Schuldendienst bedeutete in Anbetracht der außerordentlichen Höhe der Verbindlichkeiten und der Zinssätze, die eine beträchtliche Risikoprämie enthielten, eine untragbare Belastung der Ausgabeseite der Gemeindehaushalte. Die Neuregelung der Zins- und Tilgungssätze[56]) hat in der Folgezeit die Lage der Gemeindefinanzen wesentlich erleichtert. Die Beseitigung des ständigen Druckes der kurz- und mittelfristigen Schulden hat für eine stetige Entwicklung die Wege geebnet.

---

[52]) Wirtschaft und Statistik, Jg. 15, Nr. 2, 2. Januarheft, 1935, S. 69.
[53]) Wirtschaft und Statistik, Jg. 14, Nr. 23, 1. Dez. Heft 1934, S. 793.
[54]) Listemann, a. a. O., S. 58.
[55]) Vgl. zum Folgenden: Harald Fick, Der öffentliche Haushalt in Krise, Depression und Aufschwung der Wirtschaft. Jb. f. N. u. St., Bd. 139, Jena 1933/II, S. 565 f.; ferner Fritz Terhalle, Finanz- und steuerpolitische Maßnahmen in Deutschland von Anfang 1933 bis Herbst 1934, in: Jb. f. N. u. St., Bd. 141, Jena 1935, S. 573 ff.; Felix Boesler, Die deutsche Finanzwirtschaft seit 1933, in: Weltwirtschaftliches Archiv, 42. Bd., Jena 1935/II, S. 539 ff.
[56]) „Der Schuldendienst der Gemeinden unter dem Einfluß der Zinssenkungsmaßnahmen“, in: Wirtschaft und Statistik, XV. Jg., Berlin 1935, S. 485 ff.

Damit war aber auch für den Kapitalmarkt eine wesentliche Gefahrenquelle verstopft. Die Gemeinden verschwanden jetzt als kapitalsucher, weil sie ihrer drückenden kurzfristigen Verschuldung ledig geworden waren. Um eine neue Verschuldung zu verhüten, ist zudem noch ein Verbot von neuer kurzfristiger Schuldaufnahme auf die Dauer von 2 Jahren ausgesprochen worden (§ 13). Der Finanzbedarf der Gemeinden war inzwischen durch die konjunkturelle Belebung und in deren Folge der Verminderung der Wohlfahrtslasten stark zurückgegangen, sodaß auch von dieser Seite geringere Ansprüche an die Gemeinden gestellt wurden.

Der Markt der Kommunalanleihen, der bisher eine ständige Quelle der Beunruhigung gewesen war, wurde durch die Sanierung der Gemeindefinanzen hiervon befreit und der erste Schritt dazu getan, die Gemeindepapiere wieder zu vollwertigen Rentenpapieren zu machen. Damit war ein weiterer Schritt für eine Festigung des Kapitalmarktes getan, wobei man auch die rein psychologischen Wirkungen der Maßnahmen nicht gering achten darf.

Die Fortschritte, welche die Gesundung innerhalb eines kurzen Zeitraumes machte, zeigt ein Kursvergleich städtischer Anleihen vor der Gemeindeumschuldung und etwa 3 Monate später[57]):

Städtische Anleihen.

	Kurse am	
	2. 9. 33	18. 12. 33
Aachen Emission 1929	61.—	82.50
Bochum Emission 1929	60.—	81.—
Breslau Emission 1928	56.25	81.25
Duisburg Emission 1928	56.—	79.50
Düsseldorf Emission 1926	61.75	82.—
Frankfurt Emission 1926	58.—	81.—
Königsberg Emission 1928	61.—	83.—
München Emission 1929	69.50	85.75

Der Erfolg der Aktion zeigte sich aber nicht nur an der Kurssteigerung, sondern wurde auch an anderen Symptomen deutlich. Am Ende des Jahres 1934 hatten die Emissionsinstitute, die in das Jahr noch mit großen Aufnahmebeständen hineingegangen waren, diese zum großen Teil auf dem Kapitalmarkte absetzen können. Dies ist umso bedeutsamer, als im gleichen Zeitraum auch die der Umschuldung entstammenden neuen Emissionswerte in Höhe von etwa 2,5 Milliarden RM. und für einige Millionen RM. sonstige festverzinsliche Werte (Dollarumschuldungsverschreibungen, Reichsanleihe)[58]) untergebracht, bezw. soweit es sich um die Gemeindeumschuldungsanleihe handelt, „in der ersten Hand fest-

[57]) Richter, Aufbruch des Kapitalmarktes in: Die nationale Wirtschaft, a. a. O., S. 18.

[58]) Vgl. S. 86 ff. dieser Arbeit.

gehalten werden konnten, ohne daß der Kapitalmarkt geschwächt wurde“[59]).

Es war ein Beweis für das richtige Fingerspitzengefühl der Wirtschaftsführung, daß das Umschuldungsgesetz gerade in dem Augenblick herausgebracht wurde, als sich die kommunalen Etats infolge der allgemeinen Wirtschaftsbelebung einer Besserung zuwandten. Erst als diese allmählich einsetzte, hielt die Regierung den Augenblick für gekommen, die Konsolidierung der kurzfristigen Schulden der Gemeinden in Angriff zu nehmen. Das Gemeindeumschuldungsgesetz war aber vor allem deshalb ein voller Erfolg, weil es eben nur einen Teil jener Wirtschaftspolitik darstellte, die von der Voraussetzung ausging, daß die Gesundung der öffentlichen Finanzen nur durch die Gesundung der Gesamtwirtschaft möglich wäre.

Vergleicht man die Gemeindeumschuldung mit den Entschuldungsmaßnahmen in der Landwirtschaft, so ist festzustellen, daß beide, wenn auch mit verschiedenen Mitteln, in starkem Maße dazu beigetragen haben, Krisenreste, die den deutschen Kapitalmarkt hemmten, zu beseitigen.

Ebensowenig wie die landwirtschaftlichen Betriebe traten nach erfolgter Umschuldung die Gemeinden fernerhin als Nachfragende auf dem Kapitalmarkte auf. Diese Zurückdrängung vom Kapitalmarkte geschah aber nicht durch eine zwangsweise staatliche Reglementierung, sondern — und dadurch unterscheiden sich die früheren Maßnahmen von den jetzigen — deshalb, weil infolge einer zielstrebigen und erfolgreichen Wirtschaftspolitik die Ursachen, welche die Nachfrage nach Kapital bewirkten, in Wegfall gekommen waren. Wenn bereits in der Tatsache, daß dem Kapitalmarkte von dieser Seite keine Störung mehr drohte, ein wichtiger Schritt vorwärts getan war, so geht der erreichte Erfolg doch noch darüber hinaus. Neben der Beseitigung ungünstig wirkender Faktoren haben die geschilderten Maßnahmen aber auch noch positive Erfolge zu verzeichnen gehabt.

In beiden Fällen wurden bisher eingefrorene Forderungen wiederum mobilisiert, denn sowohl die Ablösungsschuldverschreibungen der Rentenbank als auch die Schuldverschreibungen des Umschuldungsverbandes sind lombardierfähig und im freien Markte verwertbar. Auf diese Weise wurde eine Auflockerung des bisher brachliegenden Schuldenblockes erreicht.

Eine wesentliche Unterstützung der allgemeinen Kapitalmarktpolitik bedeutete auch bei der Gemeindeumschuldung die Senkung des Anleihezinsfußes auf 4%. Hierdurch wurde der kurze Zeit später durchgeführten Zinssenkung der Weg geebnet.

Ein wesentlicher Unterschied zwischen landwirtschaftlicher Entschuldung und kommunaler Umschuldung besteht jedoch hinsichtlich des verfolgten Zieles. Während die Landwirtschaft allmählich aus den Verpflichtungen der Kreditwirtschaft gelöst werden soll, wird man den Ge-

[59]) Kapitalmarktprobleme am Jahresschluß (ohne Verf.) in der Deutsche Oekonomist, 52. Jg. vom 21. 12. 1934, S. 1680.

meinden auf die Dauer die Kreditmärkte nicht vollständig verschließen können. Die Aufgaben der Gemeinden sind mannigfaltiger Art und ihre Mithilfe am allgemeinen Aufbauwerk ist dringend erforderlich. Diese Aufgaben werden aber nicht immer ausschließlich aus gemeindeeigenen Mitteln durchgeführt werden können. Deshalb dürfen die Kommunen nicht auf die Dauer vom Kapitalmarkte ausgeschlossen werden, wie ihnen auch heute noch in einzelnen als dringlich nachgewiesenen Fällen die Aufnahme von neuen Krediten gestattet werden kann. Bevor aber den Gemeinden wieder allgemein der Kapitalmarkt geöffnet werden kann, müssen zwei Voraussetzungen erfüllt sein.

Es genügt nicht, daß die mittel- und kurzfristigen Schulden konsolidiert sind, denn das Maß der Verschuldung bleibt trotzdem bestehen. Vielmehr müssen die Gemeinden zunächst von sich aus dafür sorgen, daß der Umschuldung die Entschuldung folgt, d. h. sie müssen von der aus ihrer Etatlage sich bietenden Möglichkeit der Schuldrückzahlung Gebrauch machen. Nur eine Gemeinde, die nicht überschuldet ist, wird zukünftig Kredit erhalten können, denn nur auf diese Weise wird das Vertrauen der Kreditgeber zurückkehren.

Die andere Voraussetzung bezieht sich auf die Kapitalmarktlage. Man wird den Gemeinden erst dann gestatten können, ihren Kapitalbedarf auf dem organisierten Kapitalmarkte nach eigenem Ermessen zu befriedigen, wenn dieser Kapitalmarkt seine volle Funktionsfähigkeit zurückerhalten hat. Die Wiederbelebung des Kommunalkredites hängt also letztlich davon ab, daß nach Beseitigung der Störungsfaktoren der Rentenmarkt seine volle Leistungsfähigkeit wieder erlangt.

2. Die Maßnahmen zur Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes.

a. Die offene Marktpolitik.

Mit den Konsolidierungsmaßnahmen der Reichsregierung, die sowohl der landwirtschaftlichen Verschuldung wie auch der Zerstörung der Gemeindefinanzen entgegenwirkten, wurden die gefährlichsten Störungsherde des Kapitalmarktes zunächst beruhigt und dann darüber hinaus durch erfolgreiche Sanierungen praktisch beseitigt. Nun mußte auf dem eingeschlagenen Wege fortgeschritten und dafür gesorgt werden, daß eine ruhige Aufwärtsbewegung der Kapitalmärkte Platz greifen konnte. Es galt hier, zunächst die Spannungen, welche zwischen Geld- und Kapitalmarkt noch immer bestanden zu beseitigen. Hierbei war die Unterstützung der Reichsbank erforderlich. Da mit Hilfe der Diskontpolitik eine genügend große Beeinflussung der Notenbank auf den Kapitalmarkt nicht oder nur langsam zu erreichen war, wurde ein Weg beschritten, welcher der Reichsbank einen verstärkten Einfluß verschaffte und der zugunsten des Kapitalmarktes eingesetzt werden konnte. Erreicht wurde dies durch die Mittel der offenen Marktpolitik.

aa. Begriff und gesetzliche Grundlagen.

Zunächst sei kurz dargelegt, was unter dem Begriff der offenen Marktpolitik zu verstehen ist. Das Bankgesetz vom 30. August 1924[60]) hatte der Reichsbank im Interesse der Sicherheit der Währung ganz bestimmte, stark begrenzte Vorschriften hinsichtlich der Notendeckung auferlegt.

Danach war die sekundäre, also die nichtmetallische Notendeckung auf Handelswechsel beschränkt. Die Kreditgewährung des Noteninstituts war somit auf das engste mit dem Vorandensein deckungsfähiger Handelswechsel verkoppelt. Diese Bindung mußte sich dann störend bemerkbar machen, wenn deckungsfähige Wechsel nicht in genügender Anzahl vorhanden waren. In diesem Falle konnte die Reichsbank nicht mehr regulierend auf dem Markte eingreifen, und es machten sich Mißstände bemerkbar, die in der Bankenkrise des Jahres 1931 ganz besonders offenbar wurden. Damals wurde die Reichsbank gezwungen, in verstärktem Maße Wechsel hereinzunehmen, die keine Handelswechsel waren, sondern künstlich hergestellte Finanzwechsel. Diese Finanzwechsel bildeten seit dieser Zeit einen Teil der Notendeckung, wodurch eine Verschleierung der wirklichen Lage eintreten mußte.

Diese Zustände zu beseitigen, sollte nun die Einführung der offenen Marktpolitik dienen, die darin gipfelt, daß es der Reichsbank gestattet wird, bestimmte, festumschriebene Wertpapiere als Notendeckung heranzuziehen. Dies ist an sich nichts Außergewöhnliches und in einer Reihe von Ländern bildet der An- und Verkauf von Wertpapieren ein wichtiges Tätigkeitsgebiet der Notenbanken. Hierauf wurde auf der Generalversammlung der Reichsbank am 27. Oktober 1933 vom Reichsbankpräsidenten Schacht ausdrücklich hingewiesen: „Bei der Bank von England und bei der Federal Reserve Bank von New York machen die Anlagen an Wertpapieren, hauptsächlich in Regierungsanleihen, Schatzscheinen und Schatzwechseln ein Vielfaches der Wechselanlagen aus, aber auch die Notenbanken z. B. in Frankreich, Italien, Schweden und Japan sind alle ermächtigt, Regierungs- und ähnliche Anleihen teils direkt anzukaufen, teils zu beleihen“[61]).

Die Darstellung der Funktion der offenen Marktpolitik und die begriffliche Formulierung wurde zuerst in der amerikanischen Literatur gegeben. Nach Burgess hatte der Ausdruck „offene Markt-Operation“ zweierlei Bedeutung. „In weiterem Sinne wendet man ihn auf alle diejenigen Geschäftsvorgänge an, durch welche die Mittel der Reserve-Banken neben der Kreditgewährung an ihre Mitgliedsbanken sonst in Anspruch genommen werden. In diesem Sinne bedeuten die offenen Markt-Operationen den An- und Verkauf von Bankakzepten, von Staatsschuldverschreibungen und von einigen anderen Arten von Wertpapieren, die auf Grund des § 14 des Federal Reserve-Gesetzes als bankfähig zum Handel zugelassen sind. In engerem Sinne findet der Aus-

[60]) RGBl. II, S. 235.
[61]) Deutsche Sparkassenzeitung vom 2. November 1933, Nr. 127.

druck nur auf diejenigen Transaktionen Anwendung, bei denen die Initiative gewöhnlich von den Reserve-Banken ausgeht, d. h. lediglich auf den An- und Verkauf von Staatsschuldverschreibungen"[62]).

In dem letzteren Sinne kann auch die in Deutschland angewandte Politik der Reichsbank verstanden werden, jedoch mit der Erweiterung, daß sich deren Marktintervention nicht ausschließlich auf die Staatsanleihen beschränkt, sondern alle festverzinslichen Schuldverschreibungen sowie die besondere Kategorie der Steuergutscheine umfaßt.

Die rechtlichen Grundlagen für die Einführung der offenen Marktpolitik wurden durch das „Gesetz zur Änderung des Bankgesetzes[63]) vom 27. 10. 33 geschaffen. Da das Gesetz vom 30. August 1924[64]), dessen Abänderung in Frage kam, durch internationale Bestimmungen gebunden war, mußte der Gesetzentwurf zuvor dem Verwaltungsrat der Bank für internationalen Zahlungsausgleich in Basel vorgelegt werden, der keine Bedenken geltend gemacht hat. Die für die offene Marktpolitik wichtige Abänderung enthält § 21 Ziffer 4, dessen neue Fassung der Reichsbank gestattet, „zur Regelung des Geldmarktes festverzinsliche, zum amtlichen Börsenhandel zugelassene Wertpapiere der in Ziffer 3 b und e bezeichneten Art[65]) zu kaufen und zu verkaufen".

bb. Die Gründe für die Einführung.

Nachdem die Entschuldung der Landwirtschaft und die Umschuldung der Gemeindefinanzen in Angriff genommen war, war die Aussicht geschaffen, die Zahlungsschwierigkeiten zweier großer Schuldnergruppen, die das Vertrauen in den Kapitalmarkt hemmten, zu beheben. Die gleichzeitig einsetzenden Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen der Reichsregierung brachten eine Produktionsausweitung und eine Belebung der Wirtschaft. Der allgemeine konjunkturelle Aufschwung fand aber auf den Geld- und Kapitalmärkten, im Gegensatz zu den Erfahrungen in früheren Jahren, keine Stütze. „Die Erfahrungen früherer Konjunkturzyklen gehen dahin, daß sich der Geldmarkt während der Depression und im beginnenden Aufschwung stark verflüssigt"[66]). Demgegenüber haben die Kreditmärkte im Jahre 1933 zur allgemeinen Wirtschaftsbelebung nur wenig oder gar nichts beigetragen, so daß man von einer

---

62) Burgeß, Die Reserve Banken und der Geldmarkt in den Vereinigten Staaten. Berlin 1928, S. 195.
63) RGBl. II, S. 827.
64) RGBl. II, S. 235.
65) § 21 Ziff. 3b und c führt folgende Wertpapiere an: Aktien und Obligationen deutscher Bahnen, Pfandbriefe mit Ausnahme der Schiffspfandbriefe, Kommunalobligationen, verzinsliche Inhaberschuldverschreibungen des Reichs, Staats- und der Kommunen, unverzinsliche mit einer Laufzeit von höchstens einem Jahr ausgestattete Schatzanweisungen der bezeichneten Körperschaft sowie vom Reich, oder von einem Lande im Zins garantierte Schuldverschreibungen.
66) Vierteljahreshefte für Konjunkturforschung, 8. Jg. Heft 3, Teil A, Berlin 1934, S. 174.

„Anomalie" der Konjunkturlage gesprochen hat[67]). Die Aufgabe, welche es demnach zu bewältigen galt, war, den Kapitalmarkt aus seiner Erstarrung zu lösen, damit der Belebung der Produktion von dieser Seite keine Hemmungen entgegentraten. Weiterhin galt es, die zwischen dem Geld- und Kapitalmarkte bestehenden Spannungen, die verhinderten, daß Mittel vom Geld- zum Kapitalmarkte hinüberflossen, zu beseitigen.

Die Gestaltung des Kapitalmarktes war infolgedessen, wie Reichswirtschaftsminister Schmitt auf der Tagung des Generalrats der Wirtschaft im September 1933 ausführte, ein Gegenstand besonderer Sorge. Das Mittel, welches diese Schwierigkeiten zu überwinden geeignet war, war die Einführung der offenen Marktpolitik. Durch sie wurde die Reichsbank in die Lage versetzt, helfend einzugreifen, insbesondere die ungewöhnlich starke Spannung zwischen Geld- und Kapitalmarkt zum Verschwinden zu bringen. Durch die Überführung offensichtlich zurückgehaltener Mittel zum Kapitalmarkt, sollte dieser leistungsfähiger gemacht werden, seine Funktionsfähigkeit allmählich belebt werden, um so das Vertrauen der Effektenbesitzer insbesondere auf dem Gebiete der festverzinslichen Papiere, in die Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes zu festigen[68]). Es wird also angestrebt, das Schwergewicht von den kurzfristigen Kreditmärkten zu den langfristigen zu verlagern.

Zwei Momente sind es nach Ansicht des Reichsbankpräsidenten Schacht, die diese Umlagerung verhindern, einmal das Moment des Vertrauens und 2. das Moment der Technik[69]).

Das Vertrauen der Kapitalanleger ist durch die stabile und organische Wirtschaftspolitik der nationalsozialistischen Regierung zurückgewonnen worden, die eine Gewähr für die Sicherheit langfristiger Anlagen bietet. Das technische Problem wird durch die Änderung des Bankgesetzes und die Einführung der offenen Marktpolitik gelöst; durch welches gleichzeitig ein weiteres Moment des Vertrauens in den Markt hineingetragen worden ist. „Plötzliche Überraschungen und Kurseinbrüche auf den festverzinslichen Markt sollen in der Zukunft die Reichsbank auf der Wacht finden und den Inhaber der festverzinslichen Wertpapiere von überstürzten Verkäufen abhalten"[70]).

Gleichzeitig ist die offene Marktpolitik damit ein kreditpolitisches Hilfsmittel, welches zum Ausgleich von technischen Geldmarktstörungen zur Milderung von außergewöhnlichen Störungen bei Währungs- und Kreditkrisen, zur Marktverflüssigung bei fehlendem Wechselmaterial und zur Beeinflussung des Zins- und Kursniveaus am Kapitalmarkte dienen kann[71]).

Damit ist der Aufgabenkreis der Reichsbank um ein Beträchtliches erweitert worden. Während bisher die Tätigkeit des Noteninstituts auf

---

[67]) Vierteljahrshefte f. Konjunkturforschung, 8. Jg. H. 2, Teil A. Berlin 1933, S. 112.
[68]) Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 223 vom 22. 9. 33.
[69]) Schacht, Rede auf der Generalversammlung der Reichsbank am 27. Oktbr. 1933. In: Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 127/v. 2. 11. 33.
[70]) Deutsche Sparkassenzeitung Nr. 127 v. 2. 11. 33.
[71]) Puhl, Untersuchungen des Bankwesens 1933, Teil I, Bd. II, S. 239.

den Geldmarkt beschränkt geblieben war, ist nun eine direkte Einwirkung auf den Kapitalsmarkt möglich. Praktisch war es in den letzten Jahren imer mehr deutlich geworden, daß die Diskontpolitik infolge Erstarrung kein geeignetes Mittel der Kreditpolitik mehr gewesen war. Durch die Einführung der offenen Marktpolitik wird die Bedeutung der Diskontpolitik noch stärker zurücktreten. Änderungen des Zinssatzes werden nicht mehr vom Geldmarkte durch Diskontveränderungen, durch welche ohnehin unerwünschte Beunruhigungen der Wirtschaft hervorgerufen wurden, ihren Ausgang zu nehmen brauchen, sondern die Beeinflussung der Zinssätze wird durch regulierendes Eingreifen auf dem Kapitalmarkte erfolgen. Durch die Möglichkeit der Intervention auf den Kapitalmarkt wird, worauf Reichswirtschaftsminister Schmitt hingewiesen hat, die Zurückdrängung der Diskontpolitik formell sanktioniert, diese wird in Zukunft durch die offene Marktpolitik „überschattet" werden[72]).

cc. Die Ziele.

Mit der Durchführung der Gründe für die Einführung der offenen Marktpolitik mußten auch die damit verfolgten Ziele gestreift werden. Im Vordergrund stand dabei die Auftauung des Kapitalmarktes. Damit sind die Erwartungen, die an die neue Politik der Reichsbank geknüpft werden, noch nicht erschöpft. Die vergrößerte Bewegungsfreiheit des Zentralinstituts und deren Gebrauch soll letzten Endes der Wirtschaft zugute kommen. Die Politik der Reichsbank ist darauf gerichtet, der privaten Initiative durch die Wiederinfunktionsetzung des Kapitalmarktes die Wege zu ebnen. Sie bezweckt, zunächst, den Kapitalmarkt in die Lage zu versetzen, die von der Wirtschaft benötigten Kredite zu vermitteln, und sie richtet ihr Augenmerk weiterhin darauf, daß diese Kredite durch eine organische Zinssenkung verbilligt werden. Beide Ziele stehen in engem Zusammenhang.

Die Möglichkeit der Banken, ihre im Portefeuille befindlichen Wertpapiere jederzeit abstoßen zu können, ohne einen Druck auf dem Markte auszuüben, macht die Kreditinstitute flüssiger. Eine Erhöhung der Liquidität der Banken wirkt sich dann so aus, daß die Bereitschaft, ihre Mittel in der Wirtschaft anzulegen, verstärkt wird.

Den Kapitalsuchenden werden auf diese Weise die so dringend benötigten Kredite zugeführt. Vergrößertes Kreditangebot der Banken übt aber einen Druck auf die Zinssätze aus, so daß die Zinsfrage auch von dieser Seite her einer Lösung zugeführt werden kann[73]).

Gleichzeitig kann eine organische Zinssenkung auf dem Wege der Kursbeeinflussung der festverzinslichen Effekten erreicht werden. In dem Maße wie die Kurse der Wertpapiere steigen, sinkt der reale Zinsfuß bis schließlich der Markt zur Konversionsreife gebracht ist.

Das Mittel hierzu ist demnach die Kurspflege auf dem Kapitalmarkt. Dabei sollte nicht etwa die Reichsbank ausschließlich Trägerin

---

[72]) Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 223 v. 22. 9. 1933.
[73]) Vgl. Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 227 v. 27. 9. 33.

der Kurssteigerungen sein, sondern sie bedurfte die Hilfe der gesamten Wirtschaft. Tatsächlich zeigte sich, wie erwartet, daß bereits die Verkündung der neuen Politik eine günstige Wirkung auf den Markt der festverzinslichen Werte ausübte.

Denn das Ziel der Kräftigung des Kapitalmarktes kann nur erreicht werden, wenn „die von der Reichsbank entfallende Nachfrage auf dem Rentenmarkt nicht etwa die einzige Quelle der Hebung des Kursniveaus bleibt, sondern daß sie nur einen Anstoß dazu gibt, daß die Schleusen zwischen Geld- und Kapitalmarkt sich endlich wieder öffnen und die eingetretene Wirtschaftsbelebung damit vom öffentlichen nachhaltig auch auf den privatwirtschaftlichen Sektor der Volkswirtschaft übergeleitet wird. Soll doch die Wiederabstoßung der von der Reichsbank erworbenen Effekten nach Eintritt normaler Marktverhältnisse sie in die Lage versetzen, ihre Intervention von Fall zu Fall zu wiederholen und damit die ihr gestellte Aufgabe für die Dauer erfolgreich vorzunehmen“[74]).

Reichsbankpräsident Schacht hat das Ziel der offenen Marktpolitik in Bezug auf die Kursentwicklung unzweideutig dargestellt. Danach will die Reichsbank nicht das bestehende Kursniveau garantieren, sondern nur plötzliche Überraschungen und Kurseinbrüche verhüten. Die auf dem Kapitalmarkte organisch erwachsenden langfristigen Schwankungen dagegen werden nicht Gegenstand der Politik der Reichsbank sein[75]).

Eine im Interesse des Gemeinwohls durchgeführte Kurspflege ist, worauf auch Nell-Breuning — allerdings in anderem Zusammenhang — hinweist, durchaus zu begrüßen.

„Wo Kursrückgänge durch lediglich vorübergehende Umstände hervorgerufen werden, ohne tiefere Berechtigung, ist die Stützung zweifellos berechtigt, und sowohl im privaten Interesse derjenigen, die zu plötzlichen Realisationen genötigt sind, und deren Realisationsbedürfnis oft gerade die Ursache, manchmal auch die Folge des Kursrückganges ist, als auch im Interesse der Unternehmung und im allgemeinen volkswirtschaftlichen Interesse gelegen“[76]).

Will man die durch die offene Marktpolitik erstrebten Ziele kurz zusammenfassen, dann werden diese durch die folgenden drei Komplexe, die wiederum in einem engen Zusammenhang stehen, gekennzeichnet:

Pflege des Kapitalmarktes, Stärkung der Bankenliquidität, organische Zinssenkung.

dd. Die Durchführung.

Die Funktion der Reichsbank als Trägerin der offnen Marktpolitik besteht darin, in Zeiten starken Überangebots festverzinsliche Werte aus dem Markte zu entnehmen, um diesen so zu liquidisieren. Andererseits werden dann nach Eintritt normaler Marktverhältnisse die Effekten

---

[74]) Der deutsche Oekonomist. Jg. 51 Nr. 39 v. 29. 9. 33.
[75]) Deutsche Sparkassenzeitung Nr. 127 v. 2. November 33.
[76]) Nell-Breuning, Grundzüge d. Börsenmoral. Freiburg i. B. 1928, S. 98.

wieder abgestoßen, wodurch es möglich wird, daß das Noteninstitut seine Intervention von Fall zu Fall wiederholt.

Für die Beurteilung der offenen Marktpolitik ist es wichtig zu wissen, daß durch sie eine Brücke zu den privaten Wirtschaften, nicht zu dem Staatshaushalt geschlagen wird. Hierdurch unterscheidet sich das deutsche System hinsichtlich der Durchführung wesentlich von dem amerikanischen. Es ist also nicht möglich, daß die öffentliche Wirtschaft durch die Reichsbank Mittel erhält, vielmehr bleibt der Reichskasse der Weg versperrt, sich über die offene Marktpolitik der Reichsbank Mittel zu beschaffen[77]). Eine solche Konstruktion wäre, worauf Schacht hinweist,, „keine Politik des offenen Marktes, sondern eine Politik des geheimen Privatbüros"[78]).

Die Initiative der Reichsbank hat also auf dem Kapitalmarkt einzusetzen und sie machte sehr bald nach Erlaß des Gesetzes von ihrem Rechte Gebrauch. Die erste Operation bestand darin, daß die Reichsbank dem Bankenkonsortium, das früher für die Aufnahme von Steuergutscheinen gebildet worden war, ein Angebot auf diese Scheine zu Tageskursen machte. „Das Konsortium hat von dem Angebot in Höhe von 194,2 Millionen RM. Grbrauch gemacht und sich dann aufgelöst"[79]).

Über ihre Tätigkeit auf dem Gebiete der offenen Marktpolitik berichtet die Reichsbank in ihrem Verwaltungsbericht für das Jahr 1933- „Mitte November erwarb die Reichsbank Steuergutscheine für fast 200 Millionen RM. und erreichte damit eine wirkungsvolle Auflockerung bei den Banken und am Geldmarkt. Sie kaufte in vorsichtigem Ausmaße fortlaufend weiter Posten von deckungsfähigen Wertpapieren, so daß sich ihr Bestand am Jahresende auf 259 Millionen RM. stellte"[80]). Das vorwiegende Interesse der Reichsbank für Steuergutscheine dürfte darin zu suchen sein, daß diese Wertpapierkategorie nur eine relativ kurze Laufzeit besitzt, sich also schnell wieder liquidisiert.

Gegen Ende des Jahres 1933 machte die Reichsbank außerdem von der Ermächtigung, die Lombarddarlehen zur Notendeckung heranzuziehen, Gebrauch, indem sie erleichternde Bestimmungen für das Lombardgeschäft erließ, die vor allem in einer Verlängerung der bisher kurzen Dauer der Lombardkredite gipfeln[81]).

Die Reichsbank wollte dadurch die Bewegungsfreiheit der Inhaber lombardfähiger Wertpapiere erhöhen und weiterhin auch durch diese Bestimmung zur Konsolidierung des Kapitalmarktes beisteuern[82]).

---

77) Vgl. Dt. Bergwerkszeitung Nr. 227 v. 27. 9. 33.
78) Deutsche Sparkassenzeitung Nr. 127 v. 2. 11. 33.
79) Die Bank, Jg. 26 H. 47, v. 22. 11. 33, S. 1678.
80) Verwaltungsbericht der Reichsbank für das Jahr 1933, S. 7.
81) Der deutsche Volkswirt. Jg. 8, Nr. 14, v. 5. 1. 34.
82) Verwaltungsberichte der Reichsbank für 1933, S. 7.

Bestand an deckungsfähigen Wertpapieren 1933[83]).

31. 10.	—		
7. 11.	28	7. 12.	208.675
15. 11.	194.281	15. 12.	228.610
23. 11.	193,024	23. 12.	250.639
30. 11.	198.571	30. 12.	259.414

Bestand an deckungsfähigen Wertpapieren 1934[84]).

6. 1.	269.415	7. 7.	370.731
15. 1.	275.680	14. 7.	377.820
23. 1.	288.629	23. 7.	385.627
31. 1.	299.700	31. 7.	389.636
7. 2.	312.190	7. 8.	397.956
15. 2.	320.525	15. 8.	403.276
23. 2.	328.776	23. 8.	408.057
28. 2.	335.240	31. 8.	413.034
7. 3.	344.485	7. 9.	415.980
15. 3.	348.026	15. 9.	431.398
23. 3.	347.727	22. 9.	429.840
29. 3.	349.786	29. 9.	431.088
7. 4.	358.518	6. 10.	433.393
14. 4.	339.219	15. 10.	433.786
23. 4.	321.487	23. 10.	435.173
30. 4.	310.068	31. 10.	434.517
7. 5.	316.678	7. 11.	434.434
15. 5.	319.239	15. 11.	433.659
23. 5.	322.517	23. 11.	433.483
31. 5.	320.300	30. 11.	436.012
7. 6.	322.878	7. 12.	437.709
15. 6.	327.583	15. 12.	436.194
23. 6.	344.894	21. 12.	436.473
30. 6.	360.648	31.12.	444.775

Die vorstehende Tabelle zeigt, daß sich die Reichsbank hinsichtlich der Interventionstätigkeit eine gewisse Zurückhaltung auferlegt hat. Dies geschah aus der richtigen Überlegung heraus, daß, nachdem die Bahn für einen Aufstieg freigemacht war, die heilenden Kräfte aus der Wirtschaft selbst erwachsen müßten. Es kann nicht Aufgabe der Reichsbank sein, einen überwiegenden Einfluß auf den Rentenmarkt auszuüben und die anderen Faktoren zurückzudrängen. Ein solches Vorgehen würde dem Gedanken organischer Entwicklung widersprechen und die Gefahr von Rückschlägen in sich tragen. Diese Anschauung wurde auch von den führenden Persönlichkeiten vertreten, und sie kommt in einer

[83]) Verwaltungsbericht der Reichsbank für das Jahr 1933. S. 30.
[84]) Verwaltungsbericht der Reichsbank für das Jahr 1934. S. 30.

Äußerung von Reichsbankdirektor Speer zum Ausdruck, der darauf hinweist, daß der Grundsatz sein müsse: „Lieber sichere Fortschritte als überstürzte mit Rückschlägen“[85]).

Wenn also die Reichsbank davon abgesehen hat, stärkere Impulse zu geben, so war sicherlich die Hoffnung maßgebend, daß die Tatsache der Möglichkeit des Eingreifens allein schon dafür sorgen würde, den natürlichen Kräften zum Durchbruch zu verhelfen. Nicht unerwähnt darf bleiben, daß eine gewisse Vorsicht hinsichtlich der einzuschlagenden Politik auch schon deshalb am Platze war, weil es noch keinerlei Erfahrungen mit dem zur Einführung gebrachten System gab. Die ausländischen Verhältnisse können nicht ohne weiteres mit den unsrigen verglichen werden. So hat es nicht an Stimmen gefehlt, die gegen die offene Marktpolitik warnend erhoben wurden und die Befürchtung aussprachen, daß die Effektendeckung infolge ungenügender Liquidität eine Gefahr der Währungsstabilität bedeutete.

Gewichtiger war noch der Einwurf, daß der Effektenanlage die organische Verbindung mit den Wirtschaftsumsätzen fehle, die ein Vorzug der Wechselanlage sei[86]).

Diese Befürchtungen waren, wie sich in der Folge zeigte, deshalb unbegründet, weil, worauf hingewiesen wurde, von der staatlichen Kreditmarktpolitik nur in beschränktem Umfange Gebrauch gemacht worden ist. Vielmehr hat die Regierung richtig erkannt, daß eine Konsolidierung des Rentenmarktes nur dann möglich ist, wenn ihm möglichst viel effektive Nachfrage zugeführt wird. Es kommt also darauf an, möglichst große Teile der wachsenden Sparbildung über den Rentenmarkt zu lenken.

Eine Würdigung der offenen Marktpolitik der Reichsbank muß zunächst von den Zielen, die durch diese Maßnahme verfolgt wurden, ausgehen. Auch hier wiederum darf man das Augenmerk nicht einseitig auf die Einzelregelung richten, sondern muß sie aus dem Zusammenhang der nationalsozialistischen Wirtschaftsauffassung heraus verstehen. Es wurde bereits darauf hingewiesen, daß der neue Staat entsprechend der Idee des Primats der Politik über Möglichkeiten einer planvollen Wirtschaftsführung verfügen muß. Dies konnte, soweit es sich um die Einwirkung des Noteninstituts auf den Geld- und Kapitalmarkt handelt, mit den Mitteln der Diskontpolitik allein nicht mehr erreicht werden.

Die Wirtschaftsschrumpfung in der Krise hat bekanntlich eine starke Verminderung des bei der Reichsbank eingereichten Wechselmaterials gebracht, und dies wiederum hatte zur Folge, daß die Einwirkung des Bankinstituts auf Zahlungsmittelumlauf und Geldmarktverhältnisse nur noch sehr gering war. Die Wirksamkeit der Diskontpolitik hängt aber jeweils davon ab, ob der Geldmarkt auf die Politik der Notenbank im gewollten Sinne reagiert. Hinsichtlich der Diskontpolitik spielte die Notenbank aber nur noch eine passive Rolle. Die tieferen

---

[85]) Speer, Zinsproblem und Bankenenquete. In: Zahlungsverkehr und Bankbetrieb Nr. 2. 10. Februar 1934, Jg. 16, S. 58.

[86]) Einsiedel, Wechseldeckung oder Effektendeckung? Bankarchiv 33. Jg. Nr. 13 v. 1. 4. 34, S. 269 ff.

Gründe hierfür lagen einmal in der Ausdehnung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs, zum anderen in der besonders starken und heftigen Kapitalfluktuation zwischen Deutschland und dem Ausland, die für diese Zeit typisch ist[86a]).

Wie wenig die Diskontpolitik in Zeiten der Zerrüttung von Geld- und Kapitalmarkt zu erreichen vermag, ergibt sich aus der Tatsache, daß die Verzinsung erstklassiger Pfandbriefe im Frühjahr 1933 8% betrug, bei einem gleichzeitigen Diskontsatze von 4%. Trotz dieses Zinsgefälles flossen nur unerhebliche Beträge vom Geldmarkte zum Kapitalmarkte ab. Das Ziel der Reichsbankpolitik mußte deshalb darauf gerichtet sein, aktiv einzugreifen und die Schleusen zwischen den beiden Märkten zu öffnen, mit dem Ziele, dadurch zu einer Senkung der Kapitalmarktsätze zu kommen, um die organische Zinssenkung vorzubereiten. Hierzu war die Einführung der offenen Marktpolitik, wie der Erfolg gezeigt hat, ein wesentliches Mittel.

Tatsächlich hat allein schon die Veröffentlichung des Reichsbankentschlusses über die Einführung der offenen Marktpolitik die Kapitalmarktlage gebessert und eine beträchtliche Steigerung des Kurses der Rentenwerte zur Folge gehabt. Diese Kurserhöhungen wirkten, weil sich der effektive Zinssatz aus der Höhe der Nominalverzinsung und der Höhe der Börsenkurse errechnet, im Sinne einer Senkung des Zinssatzes für langfristiges Kapital.

Eine weitere Wirkung der offenen Marktpolitik ergibt sich aus der in Verbindung damit möglich gewordenen Deckung des Zahlungsmittelumlaufes durch festverzinsliche Effekten und die Verwendung von lombardierten festverzinslichen Wertpapieren als Grundlage für die Notenausgabe. Die dadurch einsetzende Verflüssigung des Geldmarktes muß auch eine indirekte Rückwirkung auf den Kapitalmarkt haben. Die reichlich angebotenen Geldmarktmittel bewirken eine Senkung des Zinssatzes dieses Marktes und dadurch strömen jetzt, nachdem die ehemaligen Hemmungen beseitigt worden sind und eine engere Verbindung zwischen Geld- und Kapitalmarkt hergestellt worden ist, Mittel zum Kapialmarkte ab, um dort langfristige Anlage zu suchen. Dieses Angebot muß mit der Zeit auf eine Senkung auch des Kapitalmarktzinses hinwirken. Auf diese Weise vermag die offene Marktpolitik den Kapitalmarkt in einem doppelten Sinne günstig zu beeinflussen.

Fraglich muß es allerdings erscheinen, ob im Falle der von der Reichsbank ausgeführten Marktpolitik, die theoretisch anzunehmenden Auswirkungen tatsächlich hervorgerufen worden sind. Die direkte Beeinflussung kann in der Tat nicht allzu beträchtlich gewesen sein, weil sich die Reichsbank hinsichtlich ihrer Ankäufe bekanntlich große Zurückhaltung auferlegt hat. Als wichtigstes Moment muß vielmehr hervorgehoben werden, daß durch die Befreiung der Reichsbank von ihren Fesseln, an sich schon das Vertrauen in den Kapitalmarkt zurückkehrte, wodurch die bereits erwähnte Kurssteigerung herbeigeführt wurde.

[86a]) Vgl. Dreyse, Fragen der Währungspolitik. In: Bank-Archiv, 27. Jahrg., Nr. 1 v. 1. X. 1927.

Es haben dabei zweifellos psychologische Momente eine große Rolle gespielt. Braden schildert die sich in diesem Zusammenhange abspielenden Vorgänge wie folgt:

„Die Kurssteigerung der betroffenen Papiere steckt an. Das allgemeine Vertrauen in die Wirtschaftslage festigt sich Effektenbesitzer ziehen es vor, ihre Effektenbestände nicht abzustoßen, sondern eher zu erhöhen wodurch auch die Kurse der nicht betroffenen Papiere anziehen. Jetzt werden erneut Geldmarktmittel langfristig investiert"[87]).

Allerdings darf man nicht vergessen, daß die Gesundung des deutschen Kapitalmarktes nicht ausschließlich auf die Maßnahmen der offenen Marktpolitik zurückgeführt werden kann. Die Entlastung des Kapitalmarktes durch die Entschuldung der Landwirtschaft durch das Gemeindeumschuldungsgesetz und die Rückwirkung der Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen auf die Wirtschaft haben ebenfalls seine Funktionsfähigkeit günstig beeinflußt, ohne daß man den Anteil der jeweiligen Maßnahmen auch nur ungefähr schätzen könnte.

Man darf also die Möglichkeiten, welche die offene Marktpolitik zur Besserung des deutschen Kapitalmarktes geboten hat, nicht überschätzen. Wenn immer wieder darauf hingewiesen wurde, daß durch die offene Marktpolitik nun endlich die seit langem notwendig gewordene organische Zinssenkung durchgeführt werden könnte, so liegt darin bereits eine solche Überschätzung. Auf die Dauer gesehen würden die Eingriffe der Reichsbank allein, auch wenn sie in stärkerem Maße erfolgt wären, als es tatsächlich geschehen ist, eine Zinssenkung auf dem Kapialmarkt keineswegs herbeiführen können. Ihr Erfolg hat vielmehr zur Voraussetzung, daß die Kapitalbildung dem Kapitalbedarf nachzukommen in der Lage ist. Solange ein Mißverhältnis zwischen Vorrat und Bedarf besteht, muß dies in einem relativ hohen Zinsniveau zum Ausdruck kommen. Wenn tatsächlich die nationalsozialistische Zinssenkungsaktion geglückt ist, so ist dies nicht nur auf die offene Marktpolitik und die sonstigen Maßnahmen der Kapitalmarktpolitik zurückzuführen[88]), sondern auch vor allem darauf, daß die gesamte Wirtschaftslage und damit auch die Kapitalbildung sich gebessert haben.

b. Die Anleihestockgesetze.

aa. Der Grundgedanke.

Das zentrale Problem der Regierung, für das erhebliche Mittel bereit gestellt wurden, war zunächst die Beseitigung der Arbeitslosigkeit oder zumindest die Überführung einer maximalen Zahl arbeitsloser Volksgenossen in den Wirtschaftsprozeß. Diese Bemühungen waren von einem beispiellosen Erfolg begleitet. Die Arbeitslosenziffer, die im Januar 1933 noch 6 014 011[89]) betragen hatte, war bis zur Mitte des folgenden Jahres

---

[87]) Braden, Die offene Marktpolitik, Würzburg, 1935, S. 93.
[88]) Vgl. Franz Döring, Kreditwirtschaft und Bankenreform. München und Berlin 1934, S. 59 ff.
[89]) Wirtschaft u. Statistik 1933, 2. Jan. Heft 13. Jg. Nr. 3, S. 86.

auf 2 482 000[90]) gesunken und sie betrug zu Ende 1934 2 604 400[91]). Dabei war so vorgegangen worden, daß die Wirtschaftsbelebung nicht auf den öffentlichen Teil der Wirtschaft beschränkt blieb, sondern sich in den privaten Sektor, insbesondere in die Produktionssphäre hinein fortsetzte.

Dies bewirkte bei den wichtigsten Industrien eine starke Erhöhung des Beschäftigungsgrades, und in manchen Industriezweigen wurde eine seit Jahren nicht mehr erreichte normale Beschäftigungslage erzielt. Die Folge davon war die Zurückgewinnung der Rentabilität der Unternehmungen. Dies umsomehr, als sich die Firmen durch die langen Jahre der Krise hinsichtlich ihrer Kostengestaltung auf einen sehr tief liegenden Beschäftigungsgrad eingestellt hatten. Infolge der Verteilung der fixen Kosten auf eine vermehrte Zahl von Leistungseinheiten, mußte der Anteil der fixen Kosten pro Stück sinken, d. h. bei sonst gleichen Verhältnissen die Gewinnspanne steigen.

Die günstigeren Ertragsaussichten gaben dem Aktienmarkt eine Belebung, die sich dahin auswirkte, daß das an sich niedrige Kursniveau eine Erhöhung erfuhr; die Kurse der meisten Aktien begannen anzuziehen. So erwünscht eine Sanierung des Aktienmarktes an sich auch war, mußte doch verhütet werden, daß sich diesem Teilmarkt bedeutendere Beträge in spekulativer Absicht zuwandten, weil sie dem für die Arbeitsbeschaffung wichtigeren Rentenmarkt verloren gegangen wären.

Diese Konkurrenz zwischen Aktien- und Rentenmarkt war aber nur dann zugunsten des letzteren, ohne Schaden für den ersteren zu beseitigen, wenn man dafür Sorge trug, daß die Rentabilitätspanne der Aktien im Vergleich zu anderen Anlagemöglichkeiten nicht zu groß wurde.

Erreicht werden konnte dies dadurch, daß man die Dividende nach oben begrenzte. Da sich der Kurs der Aktien zu einem Teile am Ertrage orientiert, war auf diese Weise auch eine Überspitzung der Kurssteigerung, die immer die Gefahr von Rückschlägen in sich birgt, vermieden.

Eine Gewinnbegrenzung hatte aber neben der rein markttechnischen Bedeutung einen mehr ethischen Inhalt. Es wäre mit der Idee des deutschen Volkes als einer Schicksalsgemeinschaft schlecht zu vereinbaren, wenn man einerseits vom arbeitenden Menschen aus Rücksicht auf das Wohl des Ganzen erwartet, daß er auf Einkommenssteigerungen in Form von Lohnerhöhungen verzichtet, die manchem Aktienbesitzer ohne weiteres in Form von Dividendenerhöhungen in den Schoß gefallen wären. In diesem Sinne sind die Worte des Führers zu verstehen: „Lohn und Dividende, sie müssen, so schmerzlich es in diesem ersteren Falle auch sein mag, zurücktreten gegenüber der überlegenden Erkenntnis, daß wir erst die Werte schaffen müssen, die wir dann zu verzehren gedenken“[92]).

---

[90]) Wirtschaft u. Statistik 1934, 1. Juli Heft 14. Jg. Nr. 13, S. 423.
[91]) Wirtschaft und Statistik 1935, 1. Jan. Heft 15. Jg. Nr. 1, S. 32.
[92]) Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 71 v. 25. 3. 34.

Das Ziel, welches zu erreichen galt, war also klar vorgezeichnet, der Weg wurde in zwei Etappen, durch die im Folgenden zu besprechenden Gesetze zurückgelegt.

bb. Die rechtlichen Grundlagen.

Ausgangspunkt der rechtlichen Regelung war der Gedanke, daß störende Eingriffe in die private Initiative und in das Eigentumsrecht vermieden werden sollten. Eine Wegsteuerung derjenigen Gewinne, die über eine festzusetzende Maximalgrenze hinausgingen, lag also außerhalb der Betrachtung. Tatsächlich haben die Gesetze den Berechtigten das Eigentum an den erzielten Gewinnen gelassen, sie haben nur eine Verfügungsbeschränkung zu gunsten des Rentenmarktes gebracht.

Das erste Gesetz wurde am 29. März 1934 erlassen, es führt den Namen „Gesetz über die Bildung eines Anleihestocks bei Kapitalgesellschaften" (Kapitalanlagegesetz)[93]). In ihm wird bestimmt, daß Kapitalgesellschaften dann einen Anleihestock zu bilden haben, wenn

1. für ein Geschäftsjahr, das in der Zeit vom 1. Oktober 1933 bis zum 31. Dezember 1934 endet, im Verhältnis zum eingezahlten Kapital ein höherer Gewinn als im Vorjahr ausgeschüttet wird, und
2. der ausgeschüttete Gewinn 6 v. H. übersteigt[94]).

Gleichzeitig wurde aber in § 1 der Ziffer 2 einschränkend verordnet, daß, falls im Vorjahr die Dividende bereits 6 v. H. überschritten hat, nur ein Betrag in der Höhe anzulegen sei, der der Mehrausschüttung gegenüber dem Vorjahr entspricht. Weiterhin sind diejenigen Unternehmungen von der Kapitalanlage befreit, die in einem der drei vorangegangenen Geschäftsjahre eine Kapitalherabsetzung durchgeführt haben.

Die Effekten, die für den Stock in Frage kommen, werden in § 3 näher umschrieben. Es sind dies: Anleihen des Reichs, der Länder oder der Gemeinden (Gemeindeverbände). Die einmal geschafften und in den Anleihestock gelegten Papiere sind bis 31. März 1936 gebunden, es darf über sie rechtsgeschäftlich nicht verfügt werden.

Ebenso wie die Änderung des Bankengesetzes hat das Kapitalanlagegesetz zunächst eine psychologisch günstige Wirkung auf den Markt ausgeübt. Darüber hinaus war aber die prakische Wirkung, was noch begründet werden wird, relativ gering.

Deshalb hat sich die Reichsregierung entschlossen, zu Ende des Jahres 1934 ein weiteres Gesetz mit erhöhter Wirksamkeit zu erlassen.

Es führt den Namen „Gesetz über die Gewinnverteilung bei Kapitalgesellschaften" (Anleihestockgesetz)[95]) mit dem Datum vom 4. Dezember 1934.

Das Gesetz unterscheidet sich vom vorangegangenen wesentlich in zwei Punkten. Einmal ist der Anwendungsbereich stark ausgedehnt worden, zum anderen werden die anzuschaffenden Effekten nicht mehr von der einzelnen Unternehmung verwaltet, sondern der anzulegende

---

[93]) RGBl. I, S. 295.
[94]) a. a. O. § 1.
[95]) RGBl. I, S. 1222 ff.

Gewinnbetrag ist an die Golddiskontbank zu überweisen, die den Einkauf und die Verwaltung der Papiere treuhänderisch übernimmt.

Der Wirkungsgrad des Gesetzes ist deshalb größer geworden, weil jetzt alle Gewinne die über 8% des Grundkapitals hinausgehen, erfaßt werden, und lag im Vorjahr die Dividende unter 6%, dann schon diejenigen, die über diesem Prozentsatz liegen. § 3 des Gesetzes bestimmt hierüber: Der für ein Geschäftsjahr bar auszuschüttende Gewinn darf 6 v. H. des eingezahlten Kapitals nicht überschreiten. Ist im Vorjahre ein Gewinn von mehr als 6 v. H. ausgeschüttet worden, so darf der Gewinn bis zu dem gleichen Hundertsatz wie im Vorjahre ausgeschüttet werden, die Barausschüttung darf jedoch in diesem Falle 8 v. H. nicht übersteigen.

Eine vorangegangene Kapitalherabsetzung wird auch jetzt noch berücksichtigt, jedoch muß sie innerhalb zweier Vorjahre (im alten Gesetz 3 Jahre) stattgefunden haben, und auch dann ist die Unternehmung von einer Gewinnabführung nicht vollkommen befreit, sondern es wird für die Festsetzung der Höhe des Anleihestocks „der Hundertsatz unter Berücksichtigung des Betrages, um den das Kapital herabgesetzt ist, berechnet" (§ 3).

Die der Golddiskontbank übergebenen Gewinnanteile werden von dieser in Rentenwerten angelegt und zugunsten der Berechtigten, also der jeweiligen Aktienbesitzer, verwaltet. Dabei ist zunächst eine Befristung vorgesehen, die sich aus § 6 in Verbindung mit § 11 ergibt. Letzterer bestimmt, daß das Gesetz für den ersten Jahresabschluß, über den nach dem Inkrafttreten dieses Gesetzes von den zuständigen Gesellschaftsorganen Beschluß gefaßt wird, und für die Abschlüsse der beiden folgenden Geschäftsjahre. „Der Betrag des Anleihestocks wiederum ist nach der Beschlußfassung über die Verteilung des Gewinns für den ersten Jahresschluß, auf den das Gesetz keine Anwendung mehr findet, unter die alsdann gewinnberechtigten Gesellschafter aufzuteilen. Für die Durchführung der Verteilung gelten die für die Gewinnausschüttung geltenden Grundsätze der Gesellschaften und die vom Reichswirtschaftsminister noch zu erlassenden Anordnungen". (§ 6 Ziff. 1).

cc. Die Ziele.

Das Kapitalanlagegesetz vom 29. 3. 34 war die dritte Maßnahme der Reichsregierung, die sich auf den organisierten Kapitalmarkt richtete. Während das Gemeindeumschuldungsgesetz zunächst die Sanierung eines wichtigen Teilkomplexes des Kapitalmarktes zum Ziele hatte, wurde durch die Einführung der offenen Marktpolitik eine wirksame Verbindung zwischen Geld und Kapitalmarkt hergestellt. Die Kapitalanlagegesetze schließlich schufen eine Brücke zwischen den beiden wichtigsten Teilmärkten des Kapitalmarktes, dem Aktien- und dem Rentenmarkt.

Beide Märkte hatten sich in den Jahren der Krise sehr verschieden und, was besonders zu beachten ist, gemessen an den Vorkriegsverhältnissen anormal entwickelt.

Noch bis in das Jahr 1934 lag die Gesamtrendite der festverzinslichen Werte (Juli 1934 6,75%[96]) stark über derjenigen der Aktien. Unter Berücksichtigung des größeren Risikos der Aktienanlage ist eine solche Ertragsstruktur als ungesund zu bezeichnen, selbst wenn man unterstellt, daß das Interesse der Aktienbesitzer an Kursgewinnen größer ist, als an einer gleichmäßigen und hohen Dividende[97]). Diese Hoffnung, aus zukünftigen Kurssteigerungen einen Gewinn zu erzielen, andererseits war die Ursache dafür, daß sich freie Kapitalien an den Aktienmarkt wandten, wodurch die Rentenwerte trotz höherer Erträge vernachlässigt wurden. Eine solche Entwicklung konnte aber keineswegs erwünscht sein, und zwar aus mehreren Gründen. Durch die Bevorzugung des Aktienmarktes bei gleichzeitiger Vernachlässigung des Rentenmarktes wird die Spannung zwischen beiden Märkten nur noch größer, wodurch die Reorganisation, die als letztes Ziel vorschwebt, hinausgeschoben wird.

Denn diese kann nur dann erreicht werden, „wenn die natürliche Zinssenkung stetig weitergeht bis zu dem Punkt, an dem der reale Zinsfuß der festverzinslichen Werte unter die Durchschnittsrendite der deutschen Aktien fällt"[98]). Das Niveau, unter welchem sich diese Angleichung vollzieht, darf aber nicht zu hoch liegen, denn das wäre nicht im Interesse einer organischen Zinssenkung gelegen.

Weiterhin bedeutete aber das Abfließen von Kapital zum Aktienmarkt in der Hoffnung auf zukünftige Ertragsaussichten deshalb eine gewisse Gefahr, weil auf diese Weise die Unternehmungen Mittel zu Neuinvestitionen zur Verfügung erhalten hätten, wodurch der Anreiz zu Betriebserweiterungen, der in jedem konjunkturellem Aufschwung eine Verstärkung erfährt, auch eine Stütze von der Kapitalseite her erhalten würde. Verstärkte Investierungen können aber „in Anbetracht unseres großen zum Teil immer noch brachliegenden Produktionsvolumens und im Interesse der Erhaltung deutschen Kapitals nicht wünschenswert sein"[99]).

Das Ziel, welches der Anleihestockgesetzgebung vorschwebt, ist damit klargelegt. Abgesehen von den rein ethischen bereits eingangs erwähnten Gesichtspunkten, mußte verhütet werden, daß eine Bevorzugung der Aktienmärkte zugunsten der Rentenmärkte stattfand. Dies wurde auf zwei Wegen erreicht. Es wurde einmal dafür gesorgt, daß die Dividendenprozentsätze, die zur Ausschüttung kamen, nicht zu hoch wurden. Dies mußte auf die Kursbewegung der Anteilspapiere bremsend wirken. Denn die Anlage von Kapital in diesen Werten war nun nicht

---

[96]) Börsen- und Wirtschaftskalender 1935, hersgg. von der Frankfurter Zeitung S. 21.

[97]) Kalveram, Finanzierung. Handelshochschule Bd. I, Kap. 8, S. 1294.

[98]) Baumgarten, Zwangssparkasse f. Aktionäre? In: Der deutsche Volkswirt, Jg. 9 Nr. 2 v. 12. 10. 34, S. 55.

[99]) Vgl. Heiser, Das neue Kapitalanlagegesetz. In: Der praktische Betriebswirt. Jg. 14, Nr. 14, April 34, S. 254.

mehr sehr reizvoll, weil die Ertragsaussichten begrenzt waren. Damit entfiel auch die Hoffnung auf Kursgewinne. Neben dieser mehr negativen Wirkung, sollte außerdem eine positive Unterstützung des Rentenmarktes Platz greifen, dadurch daß Teile der in der Unternehmung erzielten Gewinne auf dem Rentenmarkt angelegt werden mußten, um auf diese Weise die Nachfrage nach festverzinslichen Werten zu vergrößern. Auch hier ist wiederum darauf hinzuweisen, daß die Ausschaltung der rein spekulativen Tendenzen der leitenden Idee der gesamten nationalsozialistischen Kapitalmarktpolitik entspricht, die Kapitalbildung der Schaffung produktiver Werte, nicht aber dem egoistischen Erwerbsinteresse einzelner Schichten zugute kommen zu lassen. So sehr man diesem Grundsatz zustimmen muß, ist doch kritisch zu bemerken, daß die Begrenzung der Dividendenausschüttung Gefahren in sich birgt, die sich auf die gesamte Wirtschaftslage ungünstig auswirken können. Die staatliche Arbeitsbeschaffung wurde von dem Ziel geleitet, eine Belebung der Wirtschaft durch vorübergehenden Einsatz staatlicher Mittel herbeizuführen; damit sollte lediglich der erste Anstoß für eine neue Aufschwungsbewegung der Wirtschaft geleistet werden. Man war sich von vornherein darüber klar, daß letzten Endes doch eine dauernde Überwindung der Arbeitslosigkeit davon abhängt, daß die privatwirtschaftliche Initiative die „Staatskonjunktur" fortsetzen müßte[99a]). Für die Entfaltung der freien wirschaflichen Initiative ist aber eine wesentliche Voraussetzung die unkontrollierte Anlagemöglichkeit des Kapitals in der produktiven Wirtschaft.

dd. Die Durchführung.

Auf welchem Wege das gesetzte Ziel erreicht werden sollte, wurde bereits bei der Besprechung der gesetzlichen Grundlagen dargestellt. Hier handelt es sich darum, zu untersuchen, in wieweit bei den angewandten Mitteln das gewünschte Ergebnis erreicht werden konnte. Es ist dabei das Verfahren zu unterscheiden, wie es im Laufe des Jahres 1934 zur Durchführung gebracht wurde, sodann die seit Dezember des gleichen Jahres durch den Erlaß des zweiten Gesetzes geschaffene Lage zu untersuchen.

aaa. Das Kapitalanlagegesetz vom 29. März 1934.

Es wurde bereits darauf hingewiesen, daß die praktische Wirkung dieses Gesetzes gering geblieben ist. Die Begründung dafür findet sich in der Art der Vorschrift, die verhinderte, daß ein möglichst weiter Kreis von Unternehmungen erfaßt wurde. Die Begrenzung beruht im wesentlichen auf drei Gründen, nämlich weil

1. nur Dividenden e r h ö h u n g e n berücksichtigt wurden,
2. Gesellschaften mit vorangegangener Kapitalherabsetzung innerhalb der letzten drei Jahre außer Ansatz blieben,

---

[99a]) Vgl. W o l f, Staatskonjunktur. Frankfurt/M. 1935, S. 48 ff.

3. betriebswirtschaftliche Momente nicht genügend gewürdigt worden waren.

Zu 1: Die Unternehmungen waren verpflichtet, einen Anleihestock zu bilden, wenn die Dividende im letzten Geschäftsjahre im Vergleich zum vorangegangenen eine Erhöhung erfuhr und auch nur dann, wenn die Steigerung des Prozentsatzes über 6% hinausging. Das bedeutete, daß eine große Zahl von Gesellschaften von dem Gesetz nicht betroffen wurden, und gerade diejenigen, welche seit Jahren zu einer hohen Gewinnausschüttung in der Lage waren. Man hat diese Maßnahme an sich begrüßt, weil auf diese Weise nur die Firmen betroffen wurden, die offensichtlich einen Vorteil aus den Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen bezw. aus dem gesamten Kreis der Wirtschaftsbelebung zogen.

Dem stand aber andererseits gegenüber, daß die Wirksamkeit des Gesetzes in enge Bahnen gelenkt wurde, umsomehr, als die Dividendensteigerungen, wie später noch gezeigt werden wird, hinter den Erwartungen zurückblieben.

Zu 2: Eine zusätzliche Begrenzung der Wirksamkeit des Gesetzes resultiert aus der Tatsache, daß Kapitalherabsetzungen der drei vergangenen Jahre zur Befreiung von der Legung des Anleihestocks führten[100]). Wenn man bedenkt, in welch starkem Maße Sanierungen in den Jahren der Krise stattgefunden hatten[101]), wird verständlich, daß ein weiterer großer Teil von Unternehmungen von dem Gesetze nicht betroffen wurden.

Zu 3: Schließlich ist darauf hinzuweisen, daß gewisse innerbetriebliche Momente entweder eine Erhöhung des Dividendensatzes überhaupt verhinderten oder aber ein Ausweichen vor den Bestimmungen des Kapitalanlagegesetzes gestatteten.

Zunächst hat man versucht, dem Kapitalanlagegesetz eine erhöhte Wirkung dadurch zu verschaffen, daß man die Abgrenzung des Gewinnbegriffes möglichst weit faßte. So wird bei der Besprechung der Rechtsfragen zum Anleihestock von Pappenheim gefordert, daß als „Ausschüttung" des Gewinnes „nicht nur die tatsächliche und rechtliche Übertragung von Vermögenswerten an dritte mit der Gesellschaft nicht identische Personen oder Unternehmungen, sondern jeder Vorgang anzusetzen sei", der zu einer wenn auch nur wirtschaftlichen Aussonderung von Vermögenswerten führt"[102]).

Diese, in gleicher Weise auch von Koehler vertretene Auffassung[103]), würde zwar zu einer starken Erhöhung der anlagepflichtigen Beträge führen, sie findet aber im Gesetz keine Stütze. Denn dort ist

---

[100]) Vgl. hierzu Heilbrunn, Zweifelsfragen im Kapitalanlagesetz, Z. f. h. F. 1934, Jg. 28, H. 9, S. 487.

[101]) Die Zahl der Kapitalherabsetzungen betrug von Oktober 1931 bis Dezember 1932 allein 1321 mit einem Gesamtkapital v. 2380,7 Mill. RM. Nach Wirtschaft u. Stat. 1. Juliheft 1933, S. 147.

[102]) Vgl. Pappenheim, Gewinnausschüttung u. Anlagestock, in Deutsche Bergwerkszeitung, v. 9. Sept. 1934.

[103]) Vgl. Koehler, Zweifel um den Anleihestock, in, Der Wirtschaftstreuhänder. Jg. 3, Nr. 21 v. 1. Nov. 1934, S. 451.

ausdrücklich vom ausgeschütteten Gewinn die Rede, der zudem noch in einen Hundertsatz zum eingezahlten Kapital gesetzt wird, so daß zweifelsohne nur die Dividende gemeint sein kann. In diesem Sinne setzte sich auch die Kritik mit dem Aufsatz von Koehler auseinander[104]). Die Handhabung in der Praxis ist auch dann den vom Gesetzgeber eindeutig bestimmten Weg gegangen, das heißt, es richtete sich die Bildung des Anleihestocks nach der Mehrausschüttung der Dividende. Das bedeutete aber andererseits, daß eine enge Begrenzung der Wirksamkeit Platz griff.

Es ist nun zu untersuchen, welche Faktoren auf eine Stabilhaltung der Dividende einwirkten, beziehungsweise welche betriebswirtschaftlichen Notwendigkeiten einer Steigerung der Dividendensätze selbst bei vergrößerten Jahresgewinnen entgegen wirkten. Im Gesetz wurde verlangt, daß der Betrag, welcher der zur Verteilung kommenden Mehrausschüttung entsprach, in gleicher Höhe noch einmal in den vorgeschriebenen Effekten angelegt werden mußte. Das will besagen, daß die Differenz der vorjährigen Gewinnverteilung und der diesjährigen erhöhten Ausschüttung zweifach in liquiden Mitteln vorhanden sein mußte. Einmal um die Gewinnanteilscheine einlösen zu können, zum anderen, um als Käufer auf dem Markte der festverzinslichen Werte den Vorschriften des Gesetzes zu genügen. Voraussetzung für eine Erhöhung des Gewinnsatzes war also eine Liquiditätslage, die die Erfüllung der gesetzlichen Vorschriften gestattete. Nun ist es aber in Zeiten konjunkturellen Aufstiegs eine bekannte Erscheinung, daß infolge der gestiegenen Umsätze eine Verknappung an flüssigen Mitteln einzutreten pflegt. Sofern durch eine Auftauung von Außenständen oder durch einen Lagerabbau die Liquidität steigt, werden die flüssigen Mittel in erster Linie zur Abtragung der meist teuren Bankverbindlichkeiten benutzt. Belebte Wirtschaftstätigkeit der Unternehmung verursacht eine Inanspruchnahme aller Mittel, ist also dem Ankauf von Rentenpapieren nicht günstig. Hier dürfte also auch ein Grund zu suchen sein, warum die Unternehmungen sich als Folge des Gesetzes zwangsläufig hinsichtlich der Dividendenerhöhung Reserve auferlegen mußten.

In den Fällen aber, in denen eine Mehrausschüttung in Aussicht genommen wurde, waren zur Umgehung der vorstehend geschilderten Schwierigkeiten genügend Ausweichmöglichkeiten vorhanden. Dort, wo die Unternehmungen bereits Wertpapiere als Liquiditätsreserven im Portefeuille hielten, genügte es, diese, sofern sie den Anlagevorschriften genügten, auszusondern und als Anleihestock-Effekten zu bilanzieren. Sofern die Werte nicht Anleihen des Reichs, der Länder oder Gemeinden waren, konnten die vorhandenen Bestände abgestoßen und dafür die benötigten Rentenpapiere angeschafft werden. Dem Wortlaut des Gesetzes war damit Genüge getan, ohne daß allerdings dessen Sinn erfüllt worden wäre. Es sei denn, daß man allein schon in der Bindung der Wertpapiere, d. h. in der Unmöglichkeit, daß diese innerhalb einer festgesetzten Frist

---

[104]) Vgl. Heyer, Der Umfang des Gewinnbegriffs beim Kapitalanlagegesetz. In „Der Wirtschaftstreuhänder" Jg. 3, 1934 Nr. 23 v. 1. 12. 34, S. 503 ff.

auf dem Markte als Angebot in Erscheinung treten können, einen Vorteil erblicken will[105]).

Eine andere Möglichkeit, den vollen Gewinn zur Ausschüttung zu bringen, lag darin, bei nicht genügender Liquidität den vorgeschriebenen Anleihestock mit Hilfe des Bankkredites zu bilden. In diesem Falle findet die Dividende keinerlei Begrenzung, sofern nur die Unternehmung genügend Kredit genießt, um den Gegenwert der für die Stockbildung notwendigen Effekten zur Verfügung gestellt zu erhalten. In diesem Falle ist der Zweck des Gesetzes vollständig verfehlt, denn es findet nur eine Verschiebung von Kapital vom Bankinstitut zur Unternehmung statt, die es ihrerseits auf dem Kapitalmarkte anlegt. Ein solches Vorgehen dürfte allerdings nicht häufig anzutreffen sein, weil dadurch die Rentabilität der Unternehmung — Effekten-Ertrag einerseits, Kreditzinsen andererseits — ungünstig beeinflußt wird. Man wird sich dann schon eher für eine Stabilität der Dividende beziehungsweise zu einer Erhöhung bis zur Maximalgrenze von 6% entschließen.

bbb. Das Anleihestockgesetz vom 4. Dezember 1934.

Die geschilderten Umstände ließen es ratsam erscheinen, das Gesetz einer Abänderung zu unterziehen, die eine Steigerung der Wirksamkeit zur Folge hatte. Dies ist dann auch im Dezembergesetz geschehen. Dieses Gesetz brachte eine Einheitlichkeit dadurch, daß es die Ausschüttung der Gewinne von über 6 v. H. bezw. von über 8 v. H. an die Anteilseigner überhaupt untersagte. Allerdings werden die über diese Sätze hinaus erzielten Gewinne nicht mehr der Unternehmung belassen, sondern sie sind bekanntlich an die Golddiskontbank abzuführen. Der nunmehr erzielte Vorteil für den Rentenmarkt besteht darin, daß jetzt alle über 8% hinausgehenden Ausschüttungen erfaßt werden und daß die Anlage selbst nicht mehr der Unternehmung belassen bleibt. Die Beschaffung der Effekten durch eine zentrale Stelle verbürgt einen richtigen Einsatz am Kapitalmarkt und ist geeignet, ähnlich wie das Wirken der offenen Marktpolitik der Reichsbank, zu starke Kursausschläge zu verhüten.

Innerbetriebliche Probleme hat das zweite Gesetz nicht ausgelöst. Vom Standpunkt der Unternehmung ist es gleichgültig, welcher Berechtigte die Gewinnausschüttung in Empfang nimmt. Der Aktionär muß zwar für den Augenblick auf die Verfügung eines Teiles seines Gewinnes verzichten, doch entsteht für ihn daraus kein Schaden, umsoweniger, als der bei der Golddiskontbank akkumulierte Gewinn dem Kurs seiner Aktie zuwachsen wird.

Wenn das Dezembergesetz es auch in der Hauptsache auf eine verbreiterte Gewinnerfassung abgesehen hat, so ist doch in einem Punkte durch den Erlaß der Durchführungsverordnung vom 27. Februar 1935[106]) die zwar die Vorschriften des Gesetzes auch auf aktienähnliche Genußscheine und Gewinnobligationen ausdehnte, andererseits eine bedeutende Einschränkung der Anwendbarkeit erfolgt.

---

[105]) Vgl. Koehler, Zweifel um den Anleihestock. a. a. O. S. 451.
[106]) RGBl. I, S. 316.

Es brauchen nämlich Organgesellschaften, die ihren Gewinn vollständig an andere abzuführen haben, sich um die Vorschriften des Anleihestockgesetzes nicht zu kümmern. Die gleiche Vergünstigung können diejenigen Kapitalgesellschaften, die an anderen Gesellschaften mit wenigstens 25% beteiligt sind, erlangen, sofern sie ihre Beteiligung bei der Golddiskontbank hinterlegen. Die durch die DVO erlassene Ausnahme bedeutet, eine, wenn auch zahlenmäßig erfaßbare Verminderung des aus dem Gesetz für den Rentenmarkt erwarteten Betrages. Weniger wichtig erscheint dagegen die Bestimmung, daß Gesellschaften mit einem Kapital unter RM. 100 000.— von dem Gesetze nicht erfaßt werden sollen.

ee. Die Auswirkung auf dem Kapitalmarkt.

Es ist schon in den vorangegangenen Ausführungen darauf hingewiesen und begründet worden, daß das Märzgesetz eine wesentliche Verstärkung der Anlagegelder auf dem Markte für festverzinsliche Werte nicht gehabt hat und auch nicht haben konnte. Wohl machte sich nach dem Erlaß des Gesetzes eine Kursbesserung bemerkbar, doch konnte diese zunächst nur durch die stimmungsgemäße Beeinflussung des Kapitalmarktes verursacht sein, als deren Folge Anlagegelder vom Aktienmarkt abwanderten, um sich dem Rentenmarkt zuzuwenden[107]).

Die eigentlichen Beträge, die zusätzlich, also durch Kapitalbildung bei den Kapitalgesellschaften, dem Rentenmarkt zugeführt wurden, konnten nicht sehr erheblich sein und dürften einige Millionen nicht überstiegen haben[108]).

Am ehesten kann man sich eine Vorstellung von der Auswirkung machen, wenn man die Dividendenlage und -Bewegung bei den Aktiengesellschaften verfolgt. Um die Mitte des Jahres 1934 wurde eine Zusammenstellung derjenigen Abschlüsse von den an der Berliner Börse notierten Unternehmungen, die bis zu diesem Zeitpunkt über die Gewinnverteilung über das Geschäftsjahr 1933 Beschluß gefaßt hatten, veröffentlicht[109]).

Darnach ergab sich für 234 Aktiengesellschaften das folgende Bild: Von ihnen haben:

109 = 46,5% wieder keine Dividende verteilt
44 = 18,8% unveränderte Beträge gezahlt
40 = 17,1% die Dividendenzahlung wieder aufgenommen
22 = 9,4% die Dividende erhöht
12 = 5,1% die Dividende ermäßigt
7 = 3,1% sie für 1933 ausfallen lassen.

Von den herangezogenen Unternehmungen fallen die je 2 zuerst und zuletzt aufgeführten, als nicht vom Gesetz betroffen aus. Das heißt, daß

---

[107]) Vgl. Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 76 v. 1. 4. 34.

[108]) Auf eine Anfrage bei der Deutschen Golddiskontbank wurde die Antwort erteilt, daß Zahlen über die Auswirkungen des 1. bezw. des 2. Gesetzes nicht genannt werden können.

[109]) D. A. Z. v. 8. 7. 34. — Ein in der Veröffentlichung sich findender Druckfehler wurde berücksichtigt.

beinahe 75% der an der Berliner Börse notierten Firmen von der Bildung eines Anleihestocks von vorne herein befreit waren. Aber auch das verbleibende Viertel fällt nicht restlos unter die Bestimmungen des Gesetzes. Die etwa 17%, die die Dividendenzahlung wieder aufgenommen haben, konnten nur in den seltensten Fällen einen Satz von über 6 v. H. zur Ausschüttung bringen, der Durchschnitt liegt zwischen 3—5%. Auch die 9.4%, die eine Erhöhung der Dividenden durchgeführt haben, sind zum kleinsten Teile über 6% hinausgegangen.

Tatsächlich weiß der Bericht in dem genannten Zeitpunkt nur von 4 Unternehmungen zu melden, die einen Anleihestock zu bilden hatten, und davon schütteten drei Firmen nur einen Mehrbetrag von 1% des Kapitals aus und nur eine brachte eine Mehrdividende von 4% zur Verteilung.

Bis Mitte Oktober hatte sich die Zahl der Gesellschaften, für die die Erfordernisse des Gesetzes zutrafen, auf 12 erhöht, der anzulegende Betrag wurde auf 1 Million geschätzt[110]).

Ein Vergleich der in dem Geschäftsjahr 1932 (1932/33) mit dem im Geschäftsjahr 1933 (1933/34) ausgeschütteten Dividenden an Hand der in dem Wirtschaftskalender der Frankfurter Zeitung aufgeführten sämtlichen in Berlin und Frankfurt notierten Gesellschaften ergibt eine Zahl von 14 anlagepflichtigen Gesellschaften.

Für diese errechnet sich, wenn man die Dividendenerhöhungen in Beziehung zum Aktienkapital bringt, der für den Ankauf von Rentenwerten anzulegende Betrag auf rund 1,6 Millionen RM.

Dabei wurden nicht die wegen vorangegangener Kapitalherabsetzungen ausfallenden Unternehmungen berücksichtigt. Sobald dies geschieht, erfährt die genannte Summe eine Verminderung, und es dürfte der Wirklichkeit nahe kommen, wenn von Falkenhausen als endgültige Schätzung angibt, daß der dem Rentenmarkte zugeführte Betrag die Grenze von RM 1.000.000.— nicht wesentlich überschritten hat[111]).

Hieraus ergibt sich, daß die Bedeutung des ersten Anlagegesetzes für den Rentenmarkt nicht sehr groß gewesen sein kann.

Einen umfassenderen Einfluß wird dagegen das Dezembergesetz haben. Obwohl bisher über die Höhe der an die Golddiskontbank abgeführten Beträge nichts bekannt geworden ist, läßt sich doch sagen, daß der für den Rentenmarkt frei werdende Betrag sehr viel höher liegt. In einer bei Erlaß des Gesetzes von amtlicher Seite ausgehenden Schätzung wurde die mutmaßliche Höhe des für den Rentenmarkt disponibel werdenden Betrages mit etwa 40 Millionen angegeben. Diese Schätzung dürfte sich auf eine Berechnung der Deutschen Sparkassenzeitung, die für den Stand von September 1934 aufgemacht ist, stützen[112]). Allerdings konnte damals die durch die Durchführungsverordnung geschaffene Sonderbestimmung für die Organgesellschaften noch nicht berücksichtigt werden, so daß für diese ein gewisser Abschlag von der genannten Summe zu machen ist.

110) D. A. Z. Nr. 479/80 v. 13. 10. 34.

111) Vgl. von Falkenhausen, Das Anleihestockgesetz und seine Durchführung. In Bankarchiv. Jg. 33 v. 1. April 1935, S. 284.

112) Vgl. Deutsche Sparkassenzeitung v. 15. Oktober 1934.

Immerhin bedeutet die Anwendung der von den Aktiengesellschaften aufzubringenden Millionenbeträge eine nicht unerhebliche Stärkung des Rentenmarktes. Die Bedeutung dieser Summen wird erst dann die richtige Würdigung finden können, wenn man sie nicht mit den Umsätzen dieses Marktes, sondern mit den echten Neuanlagen vergleichen könnte. Statistische Erhebungen hierüber sind aber nicht vorhanden, so daß ein exakter Maßstab für die Beurteilung fehlt.

Aus den vorstehenden Ausführungen ergibt sich, daß die direkten Einflüsse durch den Ankauf von Rentenwerten aus den von den Aktiengesellschaften abgeführten Gewinnen nicht sehr groß gewesen sein können. Als bedeutsamer ist dagegen die indirekte Beeinflussung des Aktien- und Rentenmarktes anzusehen, wie überhaupt die Regierung auf diesen letzten Punkt das größere Gewicht gelegt hat. In der amtlichen Begründung zum Anleihestockgesetz[113]) wird hervorgehoben, daß die Gesellschaften angehalten werden sollen, in ihrer Dividendenpolitik Maß zu halten, damit nicht „die Gesellschafter der Kapitalgesellschaften die hauptsächlichsten Nutznießer der Konjunktur werden, ohne daß sich daraus ein besonderer Vorteil für die Allgemeinheit ergibt"[113]). Es kam dabei in erster Linie darauf an, zu verhindern, daß sich nicht das Interesse der Kapitalbesitzer dem Aktienmarkte zuwendete, wodurch die Gefahr der Vernachlässigung des Rentenmarktes entstehen mußte. Es handelt sich also darum, daß die bereits ergriffenen und den Kapitalmarkt begünstigenden Maßnahmen nicht vorwiegend dem Aktienmarkte zugute kommen würden. In diesem Falle würde der Erfolg einer Gesundung vor allem des Rentenmarktes, dem in erster Linie die Aufmerksamkeit der beteiligten Stellen zugewandt war, in Frage gestellt worden sein. In der bereits angeführten amtlichen Begründung heißt es deshalb weiter: „Eine solche Entwicklung, die zu einer Senkung des Kursniveaus der festverzinslichen Wertpapiere führen müßte, würde aber den auf eine baldige organische Zinssenkung gerichteten Bestrebungen der Regierung zuwiderlaufen und die Aussichten auf eine weitere Förderung der Wirtschaft durch Herabsetzung des Zinsfußes beeinträchtigen".

So stellt das Anleihestockgesetz die konsequente Ergänzung der Maßnahmen zur Bereinigung und Wiederingangsetzung des Kapitalmarktes dar, indem es dafür sorgte, daß zunächst nicht der organisierte Markt der Anteilspapiere, sondern der Rentenmarkt, welcher im Rahmen der für die Wirtschaftsankurbelung eingesetzten staatlichen Mittel im Vordergrund aller Bemühungen zu stehen hatte, konsolidiert wurde.

Mit Bezug auf die Aktiengesellschaften hat das Gesetz zudem noch die besondere Wirkung gehabt, daß die Gesellschaften sich Zurückhaltung in den Ausschüttungen von Dividenden auferlegten. Diese allgemein zu beobachtende Dividendenpolitik führte zu einer Anreicherung von Eigenkapital und die dadurch bewirkte Selbstfinanzierung hatte wiederum die günstige Folge, daß die Unternehmungen nur in beschränktem Umfange

---

[113]) Abgedruckt bei Deumer, Das Gesetz über die Gewinnverteilung bei Kapitalgesellschaften, Berlin und Leipzig 1935, S. 65.

auf dem Kapitalmarkte als Nachfragende aufzutreten brauchten. Auf diese Weise hat auch hier wiederum das Gesetz zu einer Entlastung des Kapitalmarktes beigetragen.

Infolge der geschilderten einheitlichen Lenkung der Kapitalmarktpolitik ist es nicht möglich, die Auswirkung, die die beiden behandelten Gesetze in Bezug auf Aktien- und Rentenmarkt gehabt haben, zahlenmäßig zu erfassen. Sicher ist, daß die Erhöhung des Kursniveaus der 6% Pfandbriefe von einem Durchschnittskurs von 84% im Jahre 1933 auf 96 und 96,4% im Januar 1935, zu einem nicht geringen Teil auf die Wirksamkeit der Gesetze zurückgeführt werden kann. Die Tatsache, daß der effektive Zins der Anleihen während des gesamten Zeitraums trotz der genannten Kursbesserung über der Rendite der Aktien gehalten werden konnte, hat die beabsichtigte und schließlich durchgeführte Zinssenkung wesentlich erleichtert und ihren Erfolg mitbestimmt.

c. Das Reichsgesetz über das Kreditwesen.

aa. Die Grundlagen.

Die Entwicklung des deutschen Bankwesens in der Nachkriegszeit hat gezeigt, daß die Kreditinstitute als Hauptorgane des Geld-, Kredit- und Kapitalverkehrs den an sie hinsichtlich Kapitalvermittlung und Kapitallenkung zu stellenden Aufgaben nicht immer gewachsen waren. Zur Beseitigung der schlimmsten Mißstände war bereits durch Notverordnung vom 19. September 1931 eine Bankenaufsicht ins Leben gerufen worden. Trotzdem konnte aber auch weiterhin von den Kreditinstituten gegen die bewährten Grundsätze des Kreditgeschäftes verstoßen werden, weil eine gesetzliche Normierung nicht geschaffen worden war. An Vorschlägen für eine rechtliche Regelung hat es nicht gefehlt. Doch gingen die Ansichten über die Wege, die zu beschreiten waren, weit auseinander[114]).

Die Notwendigkeit einer Reorganisation des Kreditwesens mußte sich bei dem Wiederaufbau des Kapitalmarktes durch die nationalsozialistische Regierung dringend bemerkbar machen. Doch handelte es sich um ein Problem, für welches eine einfache Lösung nicht auf der Hand lag, sondern an das mit größtem Verantwortungsbewußtsein herangegangen werden mußte. „In der deutschen Wirtschaft waren erhebliche Strukturwandlungen gegenüber der Vorkriegszeit eingetreten, die natürlich nicht ohne Rückwirkungen auf die Entwicklung des gesamten deutschen Kreditsystems bleiben konnten. Es war daher zunächst notwendig, ohne irgend ein Vorurteil zu untersuchen, inwieweit die Schwierigkeiten, die sich im deutschen Kreditsystem in den letzten Jahren ergeben hatten, ihre Ursache in Fehlern hatten, die im organischen Aufbau der deutschen Kreditwirtschaft vorhanden waren und in welchem Umfange sie nur auf

---

[114]) Vgl. Kalveram, Organ. Bankwesen, Sonderdr. d. „Bankwiss." Berlin 1933, S. 1.

ein unrichtiges Verhalten der leitenden Persönlichkeiten zurückzuführen waren"[115]).

Zum Zwecke der Untersuchung und Feststellung der im Kreditwesen vorhandenen Mängel und zur Vorbereitung einer Neuordnung trat am 6. September 1933 ein Untersuchungsausschuß für das Bankwesen zusammen, welcher bis zum Abschluß der Verhandlungen am 20. Dezember 1933 eine außerordentlich umfangreiche Arbeit zu bewältigen hatte. Die bei der Untersuchung gewonnenen Erkenntnisse wurden in einem Bericht niedergelegt, der als Grundlage für das Gesetz über das Kreditwesen gedient hat. In ihm wurden die grundsätzlichen Ziele einer Reform des Kreditwesens festgelegt. „Die Herstellung eines den Aufgaben des nationalsozialistischen Staates entsprechenden Geld- und Kapitalmarktes muß . . . . das Kernstück einer jeden Neuordnung sein. Erst wenn für das Kreditwesen und die öffentliche Finanzgebarung der feste Boden eines intakten Geld- und Kapitalmarktes geschaffen ist, sind auch die Voraussetzungen für ein organisches und gesundes Leben der gesamten deutschen Wirtschaft gegeben. Auf diesen leitenden Gesichtspunkten sind daher alle gesetzgeberischen Maßnahmen einzustellen und keines der beteiligten Organe und Institute darf außerhalb einer solchen Regelung bleiben"[116]).

Hierfür wurden von dem Ausschuß folgende Forderungen aufgestellt:

1. Beaufsichtigung aller Kreditinstitute,
2. Unterwerfung aller Kreditinstitute unter einen Genehmigungszwang,
3. Sicherstellung einer ausreichenden Liquidität,
4. Trennung von Geld- und Kapitalmarkt und damit Besicherung des Spargeschäfts,
5. Sicherstellung eines geordneten Zahlungsverkehrs,
6. Überwachung des Kreditgeschäfts und weitgehende Publizität,
7. Zweckmäßige Zusammensetzung des Aufsichtsamts.

So wichtig auch der aus diesen Forderungen sich ergebende gesetzliche Niederschlag im Kreditgesetz erscheint, würde es doch zu weit führen, in dieser Arbeit alle Maßnahmen, die für das Kreditwesen bedeutsam geworden sind, zur Darstellung zu bringen. Im Hinblick auf die Themastellung bedarf es ausschließlich einer Herausstellung derjenigen gesetzgeberischen Vorschriften, die einen direkten Einfluß auf den Kapitalmarkt mit sich gebracht haben, also insbesondere die Punkte 3 und 4 des vorstehend aufgeführten Programms.

bb. Die gesetzlichen Vorschriften und ihre wirtschaftliche Bedeutung.

Das Reichsgesetz über das Kreditwesen wurde am 5. Dezember 1934[117]) zusammen mit dem Anleihestockgesetz erlassen. Mit Rücksicht

---

[115]) Vgl. Müller, Friedrich, Das Reichsgesetz über das Kreditwesen. In: „Bankarchiv". 34. Jg. Nr. 7 v. 1. Januar 1935, S. 145.

[116]) Bericht des Untersuchungsausschusses für das Bankwesen. Abgedruckt im Sonderdruck der Frankf. Ztg. Das Reichsgesetz über das Kreditwesen. Frankfurt a. M. 1935, S. 29.

[117]) RGBl. I, S. 1203.

auf die vorgenannte Abgrenzung der Bearbeitung sind zunächst die §§ 11, 16 und 17 von grundlegender Bedeutung.

aaa. Änderung der Finanzstruktur der Banken.

Von Kalveram wurde in seinem bereits erwähnten Aufsatz ausgesprochen, daß eine Stärkung der Finanzstruktur der Banken „in dem Sinne, daß Eigen- und Fremdkapital wieder in eine vernünftige Relation gebracht werden"[118]) besonders dringlich erscheint. Diese Forderung erscheint ohne weiteres berechtigt, wenn man vergleicht, in wie starkem Maße die eigenen Mittel im Verhältnis der fremden Mittel im Laufe der letzten Jahrzehnte zurückgetreten sind. So deckten Ende des Jahres 1908 bei den 169 deutschen Kreditbanken mit einem Kapital von mindestens einer Million Mark die eigenen Mittel 45% der Gesamtverpflichtungen[119]). Kurz vor dem Kriege ging bei den Berliner Filialgroßbanken das Verhältnis zwischen eigenen und fremden Mitteln noch nicht unwesentlich über 1:4 hinaus[120]). Ganz anders in dem Jahrzehnt nach dem Kriege. „Wenn man Aktienkapital und Reserven um die nicht liquidierbaren Aktiva (Immobilien) kürzt, so ergeben sich Spannungsverhältnisse ganz ungesunden Ausmaßes, die bis 1:50 ansteigen"[121]).

Dieses Mißverhältnis zu beseitigen, gibt das Kreditgesetz eine Handhabe, in dem bestimmt wird, daß die Gesamtverpflichtungen eines Kreditinstitutes abzüglich der liquiden Mittel ersten und zweiten Ranges[122]) ein vom Aufsichtsamt zu bestimmendes, Mehrfaches des haftenden Eigenkapitals nicht überschreiten darf (§ 11). Allerdings ist diese Forderung nur allmählich in die Wirklichkeit umzusetzen, weshalb auch dem Aufsichtsamt hinsichtlich Zeitpunkt und Ausmaß der Durchführung freie Hand gelassen wurde. Es handelt sich also um ein Ziel, welches man nicht durch zwangsweises, schematisches Vorgehen, sondern durch allmählichen vorsichtigen Umbau zu erreichen wissen wird[123]). Die mit der Zeit sich dadurch einstellende innere Festigkeit der einzelnen Kreditinstitute wird auch eine wohltätige Wirkung auf den Geld- und Kapitalmarkt ausüben. Sobald eine günstige Relation zwischen Eigen- und Fremdfinanzierung erreicht ist, stellt das Eigenkapital für die im Kreditgeschäft steckenden Risiken einen ausreichenden Garantiefonds dar, welches etwaige Verluste trägt, bevor sie auf die Einleger oder die Gesamtheit zurückfallen[124]).

bbb. Die Normierung des Liquiditätsgrades.

Während die Wirkungen aus dem Umbau der Kapitalverhältnisse nur einen allmählichen Einfluß auf den Kreditmarkt haben können, greifen

---

118) Kalveram, Organ. Bankwesen, a. a. O. S. 11.
119) Banksystem im Umbau (o. Verf.) Frankf. Ztg. 1933, S. 16.
120) Banksystem im Umbau, a. a. O., S. 16.
121) Kalveram, Organ. Bankwesen, a. a. O. S. 11.
122) Vgl. S. 78 dieser Arbeit.
123) Vgl. Kalveram, Organ. Bankwesen, a. a. O. S. 12.
124) Vgl. Müller, Friedrich, Das Reichsgesetz über das Kreditwesen. In: Zahlungsverkehr u. Bankbetrieb. 17. Jg. Nr. 1 v. 10. 1. 35, S. 2.

die Bestimmungen hinsichtlich der Höhe der Haltung von flüssigen Mitteln direkt in die Kreditwirtschaft ein.

§ 16 des Gesetzes enthält die Vorschriften hinsichtlich der Liquidität der Kreditinstitute. Das Wesen der Liquidität besteht darin, „daß zur sofortigen Deckung der kurzfristigen Verbindlichkeiten stets flüssige Mittel ausreichend vorhanden sind oder in kürzester Frist beschafft werden können, um Zahlungsstockungen zu vermeiden"[125]). Bei den Kreditinstituten hat man in der Hauptsache zwei Liquiditätsgrade zu unterscheiden, die als Bar- und Bankliquidität bezeichnet werden können. Von Kalveram werden diese Begriffe wie folgt umschrieben: „Die Barliquidität ist der Grad der Fähigkeit, fällige Verpflichtungen in Barmitteln auszugleichen . . . . Die Bankliquidität ist das Verhältnis der flüssigen oder schnell zu realisierenden Aktiva zu den Gesamtverpflichtungen des Unternehmens"[126]).

Über beide Liquiditätsgrade enthält das Reichsgesetz über das Kreditwesen eingehende Bestimmungen, die ihrer Bedeutung wegen hier wörtlich angeführt seien:

§ 16.

(1) Die Kreditinstitute haben eine Barreserve zu halten, die aus dem Kassenbestand sowie den Guthaben bei der Reichsbank und den deutschen Postscheckämtern gebildet wird. Die Barreserve muß mindestens einen vom Aufsichtsamt festzusetzenden Hundertsatz der Verpflichtungen gemäß § 11 Abs. 1 a, c, d, e und f[1]) ausmachen. Der Hundersatz kann für die einzelnen Arten oder Gruppen von Kreditinstituten verschieden bemessen, darf jedoch in keinem Falle auf mehr als 10 v. H. festgesetzt werden. Das Aufichtsamt kann zulassen, daß unter § 11 Abs. 1 Buchstabe e fallende Verpflichtungen bei der Berechnung außer Ansatz gelassen werden.

(2) Ferner haben die Kreditinstitute einen vom Aufsichtsamt festzusetzenden Hundertsatz ihrer Verpflichtungen gemäß § 11 Abs. 1 a, c, d, e und f in Handelswechseln, die innerhalb von 90 Tagen fällig sind, und in Wertpapieren zu unterhalten, welche nach dem Bankgesetz von der Reichsbank zum Lombardverkehr zugelassen sind oder zugelassen werden können. Der Hundertsatz kann für die einzelnen Arten oder Gruppen von Kreditinstituten verschieden bemessen, darf jedoch in keinem Falle auf mehr als 30 v. H. festgesetzt werden. Das Aufsichtsamt kann zulassen, daß unter § 11 Abs. 1 Buchtabe e fallende Verpflichtungen bei der Berechnung außer Ansatz gelassen und daß auch andere als in Satz 1 genannte Anlagen in den Hundertsatz einbezogen werden.

[1]) Der betreffende Absatz bezeichnet als Verpflichtungen:
a) Depositengelder,
c) Kontokorrentguthaben der Kundschaft,
d) seitens der Kundschaft bei Dritten benutzte Kredite,
e) Nostroverpflichtungen,
f) Gezogene Wechsel und die Ausstellung eigener oder gezogener Wechsel, soweit diese Wechsel sich im Verkehr befinden.

[125]) Gerstner, Bilanzanalyse, Berlin u. Leipzig 1933, S. 423 f.

[126]) Kalveram, Bankbetriebslehre. In: Die Handelshochschule. Bd. I, Kap. IX, Berlin 1929, S. 1452.

Die Vorschriften sind in zweifacher Hinsicht beachtenswert. Einmal, weil feste Liquiditätssätze eingeführt werden, und zum anderen, weil die Festlegung der der Berechnung zugrunde zu legenden Posten von der bisherigen Übung in Wissenschaft und Praxis abweicht.

Die Frage der Liquidität der Banken hat schon des öfteren im Mittelpunkt des öffentlichen Interesses gestanden. In einer Bankenenquete, die im Jahre 1908 unter Havenstein veranstaltet wurde, verlangte die Reichsbank eine Steigerung der Barreserve auf 10%. Die Barliquidität der deutschen Kreditbanken ist im Laufe der Jahrzehnte kontinuierlich zurückgegangen. Sie betrug 1890 noch 26%, 1913 7,4%, um das Jahr 1929 etwa 4%[127]) und ist bis 1934 auf etwa 2% gesunken[128]).

Einen Vergleich der Liquidität der deutschen Kreditbanken mit denjenigen der entsprechenden Institute Englands und der Vereinigten Staaten gestattet die nachfolgende Aufstellung[129]):

	Deutschland		Großbritannien		Vereinigte Staaten von Amerika
	Kreditbanken		London Clearing Banks		Mitgliedsbanken des amerikan. Bundes Reserve Systems
Zeit	[1]) Barliquidität insgesamt	[2]) Barliquidität der kurzfristig. Einlagen	[3]) Barliquidität insgesamt	[4]) Barliquidität der Guthaben i. lfd. Rechnung.	[5]) Barliquidität der täglich fälligen Depositen [10])
1930 Juni	2,26	6,60	11,1[6])	20,86[7])	10,40
1931	2,72	7,85	10,5	20,37[7])	10,84
1932	2,77	5,73	10,8	22,04	11,59
1933	2,57	6,78	10,8	21,17	15,21[8])
1934	2,88	7,37	10,7	20,86	26,65[9])

[1]) Kasse u. Notenbankguthaben i. v. H. der Kreditoren plus Akzepte.
[2]) Kasse u. Notenbankguthaben i. v. H. der innerh. 7 Tage fälligen Depositen.
[3]) Kasse i. v. H. der laufenden Depositen u. and. Rechnungen.
[4]) Kasse u. Notenbankguthaben i. v. H. der laufend. Rechnungen.
[5]) Reserveguthaben bei den Bundesreservebanken, jedoch ohne Kasse, i. v. H. der täglich fälligen Depositen.
[6]) Dezember 1930.
[7]) Jahresdurchschnitt.
[8]) Lizenzbanken.
[9]) Versicherte Banken.
[10]) Von den Notenbankguthaben wurden 3% des jeweiligen Zeitdepositenbestandes in Abzug gebracht.

[127]) Kalveram, Bankbetriebslehre, a. a. O. S. 1453.
[128]) Frankfurter Ztg. v. 16. 12. 34, Art. Liquiditätsnormen der Zukunft.
[129]) Wagemann, Zum neuen Gesetz über das Kreditwesen. Wochenber. d. Inst. f. Konjunkturforsch. 7. Jg. Nr. 52, Berlin 19. 12. 34, S. 237.

Bereits in den Jahren 1926 und 1927 hatte Schacht die Forderung aufgestellt, daß die Barliquidität der Kreditbanken auf einen erhöhten Stand gebracht werden müßte, wobei er 10% als obere Grenze bezeichnete. In der öfters zitierten Untersuchung von Kalveram kommt dieser zu dem Ergebnis, daß die Banken es sich zum Grundsatz machen müßten, „ganz allmählich bare Mittel bis zu einer Mindestgrenze anzusammeln, die unter Berücksichtigung der gewachsenen Intensität des bargeldlosen Zahlungsverkehrs und der sich immer weiter vervollkommnenden Clearing-Methoden auf etwa 8% normiert werden sollte“[130]).

In dem Kreditgesetz ist die obere Grenze, die zu erreichen als wünschenswert gilt, auf 10% festgesetzt worden. Man war sich allerdings darüber im Klaren, daß die Anreicherung der Barmittel bei den Banken, zur Verhütung deflatorischer Wirkungen, nur allmählich vor sich gehen kann. Dies wurde auch im Bericht des Untersuchungsausschusses zum Ausdruck gebracht: „Selbstverständlich kann die erforderliche Barliqudität nicht von heute auf morgen hergestellt werden; es bedarf hierzu einer gewissen Entwicklungszeit“[131]).

Nach einer Äußerung von Reichsbankdirektor Müller läßt sich der Zeitraum, welcher erforderlich ist, um den im Gesetz genannten Satz zu erreichen, noch nicht übersehen. Als Vergleich führt er an, daß man vor dem Kriege glaubte, daß die Berliner Großbanken eine 10%ige Barreserve innerhalb von 2 Jahren ansammeln könnten[132]).

Etwas einfacher liegen die Verhältnisse bei der zweitrangigen, der Bankliquidität, für die ein Satz von 30% vorgesehen ist. Bei den meisten Kreditinstituten dürfte die im Gesetz vorgeschriebene Deckung schon heute anzutreffen sein. Dies hängt in der Hauptsache damit zusammen, daß jetzt auch lombardfähige Wertpapiere als liquide Mittel zweiter Ordnung betrachtet werden. Die Bestimmung, welche Bilanzpositionen im einzelnen als liquide anzusehen sind, ist für die Kreditpolitik von solcher Bedeutung, daß hierauf noch näher eingegangen werden soll.

Zu der Barreserve wird im § 16 gerechnet: Kassenbestand, Guthaben bei der Reichsbank und den deutschen Postscheckämtern. Damit sind nach der neuen Bestimmung die liquiden Mittel ersten Grades bereits erschöpft.

Nach bisheriger Anschauung gehörten in diese Kategorie: Guthaben bei anderen Notenbanken, Schecks, Wechsel, unverzinsliche Schatzanweisungen sowie die Nostroguthaben. Die Berechtigung zu der Neuregelung findet sich nach Nicklisch in folgender Überlegung: „Bei dem Bestand an Wechseln ist leicht in erheblichem Umfange eine bloß nominelle Flüssigkeit vorhanden, und der Charakter der Guthaben bei fremden Notenbanken und der Nostroguthaben bei anderen ausländischen Banken ist durch die Devisengesetzgebung zahlreicher auswärtiger Länder gegen

---

[130]) Kalveram, Organisches Bankwesen, a. a. O. S. 12 f.

[131]) Bericht des Untersuchungsausschusses für das Bankwesen, a. a. O., S. 32.

[132]) Müller, Fr., Das Reichsgesetz über das Kreditwesen in Bankarchiv, a. a. O. S. 147.

früher in derselben Richtung wesentlich geändert. Die in diesen Beständen möglichen Unterschiede zwischen effektiver und nomineller Liquidität sind der engsten Gruppe der liquiden Mittel des Gesetzes ferngehalten"[133]).

Eine ebenso starke Einschränkung ist bei den liquiden Mitteln zweiter Ordnung festzustellen. Hier werden nur die Handelswechsel und die bei der Reichsbank lombardierbaren Wertpapiere genannt; alle anderen Positionen, die nach der bisherigen Gepflogenheit der Berechnung zugrunde gelegt wurden, kommen in Wegfall. „Die bevorzugte Stellung der Effektenanlage entspricht den kapitalmarktpolitischen Grundgedanken des Gesetzes; sie rechtfertigt sich praktisch aber auch dadurch, daß in der Gegenwart für die jederzeitige Verflüssigung der Effekten erweiterte Möglichkeiten vorhanden sind, nachdem die Reichsbank durch die Bankengesetznovelle vom Oktober 1933 einen größeren Spielraum zum Ankauf und zur Lombardierung solcher Anlagen erhalten hat"[134]).

ccc. Trennung von Geld- und Kapitalmarkt.

Der Untersuchungsausschuß hat in seinem Gutachten auf die Notwendigkeit der Trennung von lang- und kurzfristigen Kreditgeschäften eindringlich hingewiesen. „Wie der Natur kurzfristiger Einlagen die kurzfristige Anlage entspricht, so entspricht der Natur langfristiger Einlagen die langfristige Anlage. Die langfristige Verwendung kurzfristiger Gelder muß zur Illiquidität führen, und umgekehrt muß die kurzfristige Verwendung langfristiger Gelder eine unnatürliche Fülle am kurzfristigen Geldmarkt und eine Minderversorgung am langfristigen Kapitalmarkt zur Folge haben"[135]).

Zu den langfristigen Einlagen gehören insbesondere die Spargelder, über die besondere Bestimmungen im Kreditgesetz erlassen wurden. Allerdings findet sich zur Aufrechterhaltung einer genügenden Elastizität eine bloße Rahmengesetzgebung. § 24 bestimmt: Die Spareinlagen sind besonders anzulegen. Das Aufsichtsamt erläßt Anordnungen über die Anlage der Spargelder; dabei ist Vorsorge für die Sicherheit und Liquidität in dem erforderlichen Umfange zu treffen. In § 25 wird dann weiterhin angeordnet, daß Kreditinstitute, welche Spareinlagen annehmen, verpflichtet sind, das Spargeschäft (Spareinlagen und die zu ihrer Deckung bestimmten Anlagen) in der Buchführung von dem übrigen Geschäft getrennt zu führen.

In welchem Sinne die praktische Durchführung gedacht ist, zeigt wiederum der Ausschußbericht, welcher empfiehlt, daß allen Kreditunternehmungen, die Spareinlagen annehmen, auferlegt wird, diese nur

---

[133]) Vgl. Nicklisch, Die Liquidität der Kreditinstitute. In: Die Betriebswirtschaft. 28. Jg., H. 3, März 1935, S. 50.

[134]) Vgl. Müller, Fr., Das Reichsgesetz über das Kreditwesen. In: Zahlungsverkehr und Bankbetrieb, a. a. O., S. 3.

[135]) Bericht des Untersuchungsausschusses für das Bankwesen, a. a. O., S. 32.

einer Anlage zuzuführen, welche der langfristigen Form der Spareinlagen entspricht.

Ein Erfolg aus dieser Maßnahme, die dem Kapitalmarkt beachtliche Mittel zuzuführen geeignet ist, war wiederum nur dadurch möglich, daß man die Liquiditätsvorschriften der Sparkassen, um diese handelt es sich vorzugsweise, einer Lockerung unterzog. Die Liquidität der Sparkassen hatte man nämlich „mit geradezu drakonischen Mitteln“[136]) zu sichern gesucht. Die Verordnung des Reichspräsidenten vom 6. Oktober 1931, (§ 5, Abs. 2 Art. 1 Kap. I, V)[137]) bestimmte, daß die Spar- und Girokassen gehalten sind, 30% der Spareinlagen und 50% der sonstigen Einlagen in flüssigen Werten anzulegen. Dabei haben sie mindestens 10% der Spareinlagen und 20% der sonstigen Einlagen in Liquiditätsguthaben bei der zusttändigen Girozentrale zu unterhalten.

In § 16 sind bei der Bestimmung der Liquiditätsvorschriften die Spargelder zunächst ausgenommen worden; für sie kann das Aufsichtsamt besondere Bestimmungen erlassen. Dabei ist zu beachten, daß eine zu hohe Liquiditätshaltung unnötigerweise erhebliche Teile der Spareinlagen, die sonst dem Kapitalmarkt zugute kommen könnten, absorbiert. „Durch die bestehenden strengen Liquiditätsbestimmungen sind, wie gerade von der Sparkassenorganisation häufig betont, erhebliche Gegenwerte der Spareinlagen der Sparkassen über die Girozentrale dem Geldmarkt zugeflossen. Senkt man also den Satz für die Liquiditätsreserve der Spareinlagen, so werden Mittel, die zur Zeit an den Geldmarkt gebunden sind, zum Umtausch in Kapitalmarktwerte verfügbar, und die neu zufließenden Spareinlagen können zu einem größeren Teil als bisher langfristigen Anlagen zugeführt werden“[138]).

Über die Natur der Spareinlagen und die hinsichtlich der Liquidität der Sparkassen zu ziehenden Folgerungen hat Reusch Untersuchungen angestellt; als deren Ergebnis kommt er zu der Feststellung, daß die Zusammensetzung der Spareinlagen heute nicht anders ist als in der Vorkriegszeit. Es handelt sich bis auf unbedeutende Bruchteile um Ersparnisse und Vermögenseinlagen, die gegenüber Konjunkturschwankungen große Widerstandskraft besitzen. Es besteht keine Veranlassung, aus dem Verlauf der letzten Krise eine Notwendigkeit für besondere Liquiditätsmaßnahmen herzuleiten, im Gegenteil, es ist festzustellen, daß zu weit getriebene Vorschriften sich hemmend auf die Entwicklung der Sparkassen auswirken[139]).

Dieser Tatsache wurde dann auch von der Reichsregierung durch eine Auflockerung der Liquiditätsbestimmungen für Sparkassen Rechnung getragen. Dies geschah in einer Anordnung des Reichswirtschaftsministers folgenden Inhalts: „Auf Grund des Artikels 15 der ersten

---

[136]) Vgl. Kalveram, Organ. Bankwesen, a. a. O., S. 22.
[137]) Vgl. RGBl. I, S. 537.
[138]) Gädeke, Liquiditätsfragen der Sparkassen und Giroorganisation. In: „Sparkasse“ 55. Jg. H. 3, v. 1. 2. 33, S. 50.
[139]) Reusch, Die Natur der Spareinlagen und die Liquidität. In: Der deutsche Oekonomist. 53. Jg. Nr. 15 v. 12. April 1935, S. 475.

Verordnung zur Durchführung und Ergänzung des Reichsgesetzes über das Kreditwesen vom 9. Februar 1935 bestimme ich, daß die Spar- und Girokassen auf die von ihnen . . . unterhaltenen Liquiditätsguthaben bis zu deren Hälfte ihren Bestand an der 4½%igen Reichsanleihe vom Jahre 1935 anrechnen dürfen"[140]).

Hierdurch wurde erreicht, daß eine Reichsanleihe in Höhe von 500 Mill. RM. ohne Belastung des Kapitalmarktes untergebracht werden konnte, unter gleichzeitiger Überführung der entsprechenden flüssigen Mittel der Sparkassen auf den Kapitalmarkt[141]). Für die Institute ergibt sich außerdem noch der Vorteil einer höheren Verzinsung als sie die Anlage auf Liquiditätsguthaben erbrachte.

cc. Die Auswirkungen auf dem Kapitalmarkt.

Abgesehen von der Emission der Reichsanleihe und ihrer sofortigen Unterbringung bei den Sparkassen konnte das Gesetz noch keine greifbaren marktpolitischen Auswirkungen zeitigen. Umso bedeutungsvoller wird es für die Zukunft sein. Unter dem Gesichtspunkt der Schaffung eines aufnahmefähigen Rentenmarktes betrachtet, ist das Gesetz nach der Gemeindeumschuldung, Einführung der offenen Marktpolitik und dem Anleihestockgesetz eine der wichtigsten Etappen auf dem Wege zu diesem Ziel.

Wagemann weist darauf hin, daß mit den gebildeten oder umgelagerten Liquiditätsreserven die Reichsbank neue Mittel für die Kapitalmarktpolitik erhält[142]). Auch die Vorschriften bezüglich der Anlage in Wechseln und Wertpapieren bedeutet eine Stütze für den Rentenmarkt, die wirksam wird, wenn bei Rückgang des Wechselportefeuilles die Banken gezwungen sind, ihren Bestand an liquiden Anlagen durch festverzinsliche Papiere aufzufüllen.

Auch der Verwaltungsbericht der Reichsbank weist darauf hin, daß das Gesetz geeignet ist, „ein reichlicheres Fließen der den langfristigen Kapitalbedarf befriedigenden Quellen zu fördern"[143]) . . . „Unter grundsätzlicher Aufrechterhaltung der bisherigen Struktur des deutschen Banksystems bietet das Gesetz den Rahmen für eine Neuordnung, die dem nationalsozialistischen Staat einen zur Förderung seiner wirtschaftlichen Ziele befähigten Geld- und Kapitalmarkt zur Verfügung stellt und die unerläßliche Fundierung der zunächst kurzfristigen Arbeitsbeschaffungsfinanzierung erleichtern helfen soll"[144]).

Dieses Ziel wurde bereits vom Bankenausschuß berührt, wenn gesagt wurde, daß das Reich zur Finanzierung bestimmter lebensnotwendiger wirtschaftlicher Aufgaben der Begebung von Anleihen bedarf,

---

140) Dt. Sparkassenzeitung, 12. Jg. Nr. 21 v. 19. 2. 1935.
141) Vgl. S. 94 dieser Arbeit.
142) Wochenbericht d. Inst. f. Konj. Forschg. v. 19. 12. 34, S. 238.
143) Verwaltungsbericht d. Reichsbank f. d. Jahr 1934, Berlin 1935, S. 8.
144) Verwaltungsbericht d. Reichsbank a. a. O. S. 9 f.

deren Unterbringung und Schaffung von Verwendungsmöglichkeiten notwendig ist[145]).

Vor allem wird die scharfe Trennung der Geld- und Kapitalmarktkapitalien und die Überleitung von Mitteln zum Kapitalmarkt, die bisher nach dem Geldmarkt abflossen, eine Stärkung des Kapitalmarktes zur Folge haben. In dieser Beziehung erwachsen insbesondere den Sparkassen wichtige Aufgaben. Hierüber äußerte sich Schacht in einer Rede anläßlich der 50 Jahr-Feier der Stuttgarter Städtischen Sparkasse: „Ich glaube, daß die Gesundung der deutschen Kreditwirtschaft zu einem erheblichen Teil in der Hand der deutschen Sparkassen liegt. Der Auftrieb für den Kapitalmarkt, der von dieser Seite kommen kann und kommen muß, wird über die Besserung der Rentenkurse für die Verbilligung des Zinsfußes und damit für die weitere Wiederherstellung der Sparbildung überhaupt von ausschlaggebender Bedeutung sein"[146]). Der Weg für diese Entwicklung ist durch das Reichsgesetz über das Kreditwesen freigelegt worden.

d. Die den Kapitalmarkt beeinflussende Steuergesetzgebung.

Auch die Steuergesetzgebung hat sich in den Dienst des Kapitalmarktes gestellt, und zwar insofern, als sie die Ablenkung der Kapitalien vom Renten- zum Aktienmarkt begünstigt. Bewirkt wurde dies durch die Neuordnung der Besteuerung der Spekulationsgewinne im Einkommensteuergesetz im Jahre 1934. Es werden nämlich die An- und Verkäufe von Aktien und die daraus erzielten Kursgewinne steuerlich erfaßt bei gleichzeitiger Freilassung der Differenzgewinne bei festverzinslichen Werten.

In § 23 des genannten Gesetzes wird bestimmt, daß Veräußerungsgeschäfte, bei denen der Zeitraum zwischen Anschaffung und Veräußerung nicht mehr als ein Jahr beträgt, Spekulationsgeschäfte sind und somit als „sonstige Einkünfte" der Einkommensteuer unterliegen. In Absatz 2 des angeführten Paragraphen wird dann weiterhin festgelegt, daß Einkünfte aus der Veräußerung von festverzinsl. Wertpapieren außer Ansatz bleiben[147]).

Eine Verschärfung gegenüber der ehemaligen Regelung ist darin zu finden, daß der Zeitraum, der zwischen An- und Verkauf liegen darf, um das Geschäft als spekulatives zu bezeichnen, früher drei Monate, jetzt aber ein Jahr beträgt. Weiterhin bedeutet die Freilassung der festverzinslichen Werte eine Begünstigung dieser bezw. eine Benachteiligung der Aktien.

---

[145]) Bericht des Untersuchungsausschusses für das Bankwesen, a. a. O., S. 32.

[146]) Frankfurter Zeitung Nr. 589 v. 18. 11. 1934.

[147]) Eine Besprechung der rechtlichen Fragen findet sich bei Hoeres, Die Besteuerung von Spekulationsgewinnen nach dem neuen Einkommensteuergesetz. In: Bankarchiv, 34. Jg. Nr. 13, v. 1. 4. 35, S. 294 ff.

Die Steuergesetzgebung schließt sich damit den anderen Maßnahmen, die eine Bevorzugung des Rentenmarktes erkennen ließen, an. Es soll der Anreiz zur Betätigung am Rentenmarkt durch die Einkommensteuerfreiheit der betr. Werte eine Verstärkung finden, der „Kapitalgeber mit spekulativen Neigungen mehr am Rentenmarkt interessiert werden"[148]). Praktisch kann sich dies in einer Geschäftsschrumpfung am Aktienmarkt auswirken, wobei gleichzeitig ein spekulatives Moment in den Rentenmarkt getragen wird, welches die Kursschwankungen der festverzinslichen Werte verstärken muß[149]). Dieser Nachteil kann aber, wenn tatsächlich eine Bevorzugung des Rentenmarktes erreicht wird, zunächst in Kauf genommen werden.

Im übrigen ist zunächst noch nicht zu sagen, wie sich die steuerliche Sonderstellung, auf die Dauer gesehen, auswirken wird. Sicherlich wird in Zeiten schwachen Geschäftsganges vorübergehend die Kapitalanlage in Aktien eingeschränkt werden. Bei anziehender Tendenz d. h. bei der Aussicht auf größere Kursgewinne, wird aber andererseits die erhöhte Einkommensteuer ihre bremsende Wirkung verlieren. Eine weitere Frage, die aber in diesem Zusammenhang nicht ausführlich behandelt werden kann, und die auch noch nicht geklärt erscheint, ist die, wie die erhöhte steuerliche Belastung sich auf die als Kursstützung bezw. Kurspflege benannten Ein- und Verkäufe auswirken wird.

Interessant ist in diesem Zusammenhang die Feststellung, daß sich auch innerhalb des Rentenmarktes selbst als Auswirkung der steuergesetzlichen Bestimmungen eine Umlagerung von Kapital bemerkbar gemacht hat. Es zeigte sich nämlich, daß ein erhöhtes Interesse für solche Papiere wach wurde, die unverzinslich oder nur mit niedriger Verzinsung ausgestattet sind, dafür aber entsprechend höhere Disagio-Gewinne erwarten ließen. Die Begründung dafür findet sich in der Tatsache, daß die anfallenden Zinsen einkommensteuerpflichtig sind, die Kursgewinne dagegen freibleiben. Zu den Wertpapieren, die den Charakter unverzinslicher Schatzanweisungen haben, und die bei Erlaß des Gesetzes stark in den Vordergrund traten, gehören „die Schutzgebietsanleihen die am 1. Juli 1939 mit 12½% des alten Nennwertes zurückgezahlt werden und die sich bei den letzten Kursen mit etwa 5¾% verzinsen, die Wiederaufbauzuschläge zu Reichsschuldbuchforderungen, die bis zum 1. April 1934 zinslos sind und dann bis zu ihrer spätestens 1948 zu pari erfolgenden Rückzahlung mit 6% verzinst werden sollen, die Zinsvergütungsscheine, die mit je einem Fünftel am 1. April 1935 bis 1939 zurückgezahlt werden, und die Steuergutscheine, deren Verwertung mit einem Zuschlag von 4% pro Jahr zwischen 1935 und 1938 erfolgen kann"[150]).

---

[148]) Dt. Sparkassenzeitung Nr. 231 v. 17. Nov. 34.

[149]) Vgl. Der deutsche Oekonomist. 52. Jg. Nr. 46 v. 16. Nov. 1934, S. 1517.

[150]) Die neuen Steuergesetze und der Rentenmarkt. In: Der deutsche Oekonomist, a. a. O., S. 1517.

Weiterhin sind hier diejenigen Papiere mit niedriger Zinsausstattung zu nennen, bei denen die Bedeutung des Zinsertrages hinter den sich aus dem niedrigen Kursstand ergeben könnenden Disagiogewinnen zurücktritt. Hierzu gehören u. a. die Schuldverschreibungen, die aus der Umstellung aus Dollar oder Roggen auf Reichsmark entstanden sind. Bei ihnen allen ging die Kursteigerung weit über den Index der 6%igen Rentenwerte hinaus.

Diese Entwicklung konnte als günstig bezeichnet werden, bedeutete sie doch einen weiteren Schritt auf dem Wege der Gesundung des Kapitalmarktes und eine Angleichung der niedrig verzinslichen Werte auf ein in naher Zukunft zu erstrebendes Kursniveau.

In diesem Zusammenhang ist weiterhin zu erwähnen, daß auch das Reichsbewertungsgesetz eine Schlechterstellung des in Aktien angelegten Vermögens gebracht hat. Während bisher Aktien nur mit dem halben Kurswert zu bewerten waren, verlangt jetzt § 13 des Gesetzes die Berücksichtigung des vollen Kurswertes. „Bei einem Vermögenssteuersatz von 1/2% bedeutet das eine steuerliche Mehrbelastung des Aktienbesitzes von 1/4% des Kurswertes“[151]). Für die Änderung dieser Bestimmungen dürften die gleichen Überlegungen vorherrschend gewesen sein, wie sie im Vorstehenden bereits besprochen worden sind.

---

[151]) Deutsche Sparkassenztg. Nr. 231 v. 17. 11. 34.

D. Die Auswirkungen der organischen Kapitalmarktpolitik.

Die im Vordergrund stehende Aufgabe der Kapitalmarktpolitik seit der Übernahme der nationalsozialistischen Regierung ist, wie immer wieder von autorativer Stelle betont worden ist, die organische Zinssenkung. Nachdem sich die zwangsweise Herabsetzung der Zinsen für langfristiges Kapital durch Notverordnung vom 8. Dez. 1931 als ein Fehlschlag erwiesen hatte, war deutlich geworden, daß dieses Ziel nicht durch gewaltsame Eingriffe in das Wirtschaftsgefüge erreicht werden kann. Bereits in seiner großen Rede vom 1. Mai 1933 wurde vom Führer und Reichskanzler Adolf Hitler ein allgemeiner Angriff gegen die Unerträglichkeit des hohen Zinsfußes angekündigt, wobei zu erwarten war, daß die Erfüllung der Aufgabe nicht durch schematische Maßnahmen vollbracht werden könne, sondern der langsamere und mühseligere Weg der Abstellung von Mißständen und pfeglichen Behandung des Kapitalmarktes beschritten werden würde.

Die bisherigen Darstellungen haben gezeigt, daß an die Erfüllung der gestellten Aufgabe rasch und mit Umsicht herangegangen wurde. Denn: „je eher günstige Bedingungen für die Kapitalbeschaffung hergestellt sind, umso früher sind auch die Voraussetzungen der Arbeitsbeschaffung, der Hauptaufgabe der nationalen Wirtschaftspolitik gewonnen“[1]).

Damit ist gekennzeichnet, daß die Zinssenkung nicht das alleinige Ziel der Kapitalmarktpolitik sein kann; ebenso wichtig ist, daß der Markt ausreichende Mittel zu den niedrigen Sätzen zur Verfügung stellt. Der Weg, der gegangen werden mußte, lag also klar vorgezeichnet. Es handelte sich darum, durch eine Beeinflussung des Realzinses allmählich der Zinskonversion näherzukommen, wobei gleichzeitig die Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes gestärkt werden mußte. Alle Maßnahmen waren, wie gezeigt werden konnte, hierauf abgestellt, und daß sie richtig gewählt worden waren, zeigt der Erfolg, der sich trotz gelegentlicher Rückschläge schließlich einstellte.

Im Folgenden sollen nun diese Maßnahmen, die als Anzeichen der Wiedergesundung des Kapitalmarktes zu werten sind, und die schließlich in die erstrebte Konversion münden, dargestellt werden.

---

[1]) Organische Zinssenkung (ohne Verf.) in: Die deutsche Volkswirtschaft. 2. Jg. 1933 Nr. 6, Juniheft, S. 165.

I. Die Etappen auf dem Wege zur Zinssenkung.

1. Die Gemeindeumschuldungsanleihe und Auslandsbonds.

Die ersten Zinskonversionen entsprangen noch nicht einer „Konversionsreife" des Kapitalmarktes, sondern wurden aus einem gewissen Notstande heraus durchgeführt. Dies gilt in erster Linie für die Umschuldung der eingefrorenen Kommunalkredite. Es wurde bereits eingangs der Arbeit über diese Aktion, die ein voller Erfolg war, berichtet; sie ist in diesem Zusammenhang noch einmal zu erwähnen, weil hier zum ersten Male eine Zinssenkung durchgeführt wurde. Allerdings darf nicht verkannt werden, daß gleichzeitig den Gläubigern, die mit dem Zinsabstrich einverstanden waren, gewisse Vorteile geboten wurden, welche die Wahl nicht schwer fallen ließ.

Die folgende Zinssenkung wurde auf dem Gebiete der Auslandsbonds vollzogen. Deutsche Schuldner haben den inländischen Besitzern ihre Auslandsbonds zum Umtausch in auf Reichsmark lautende Schuldverschreibungen angeboten bei gleichzeitiger Herabsetzung des Zinssatzes um $1\frac{1}{2}$—2% auf 4—$4\frac{1}{2}$%. Wenn auch in diesem Falle die Bondsgläubiger von dem Angebot in vollem Umfange Gebrauch gemacht haben, so geschah dies um der Vorteile willen, die mit der Zinskonversion verbunden waren. Sie wurden dadurch von dem Risiko einer weiteren Verschlechterung der betreffenden ausländischen Währungen, auf die die Bonds lauteten, befreit, und außerdem kamen die Bindungen, welchen diese Wertpapiere auf Grund der Devisengesetzgebung unterlagen, in Fortfall.

In den beiden angeführten wichtigsten Fällen erster Zinsreduktionen auf dem Anleihemarkt kann man von einer organischen Zinssenkung also noch nicht sprechen. Zwar beruhte die Ermäßigung hier wie dort auf freier Vereinbarung, doch erwuchs sie noch nicht aus der Gesamtverfassung des Kapitalmarktes, sondern sie konnte zunächst nur durch die Gewährung von Vorteilen, die die Konversion den Gläubigern genehm machte, erkauft werden. Die Bedeutung der durch die Umtauschoperation geschaffenen niedrig verzinslichen Wertpapiere lag nach Benning darin, daß dem Rentenmarkt Werte mit geringem Nominalzinsfuß zugeführt wurden, an die sich die Kapitalanleger allmählich gewöhnen sollen[2]).

2. Die 4%ige Reichsanleihe.

Als eine organische Zinskonversion kann man dagegen die zur Ablösung der Reichsanleihe von 1929 sowie der Neubesitzanleihe des Deutschen Reiches gegebene 4%ige Reichsanleihe bezeichnen. Diese Emission wird mit Recht als „ein wichtiger Meilenstein auf dem Wege der Zinssenkung"[3]) bezeichnet.

---

[2]) Benning, Kapitalmarkt u. Konversionsaufgabe. In: Bankarchiv, 33. Jg. Nr. 20. v. 15. 7. 34, S. 424.

[3]) Zimmermann, Das Konversionsziel, in: Wirtschaftsdienst, 19. Jg. H. 24 v. 15. 6. 34, S. 807.

Die genannte Anleihe hat drei Aufgaben in sich vereinigt, die schlagwortartig wie folgt gekennzeichnet werden können:

1. Beseitigung der Neubesitzanleihe,
2. Konversion der Anleihe von 1929,
3. Übergang zum 4%igen Anleihetyp.

Die beiden ersten Punkte stellen in diesem Zusammenhange, obwohl sie zu einer Bereinigung der Kapitalverhältnisse nicht unwesentlich beigetragen haben, kein besonderes Problem dar. Wichtig ist, daß mit der Konversion der für den 30. Juni 1934 gekündigten Hilferding-Anleihe gleichzeitig auch Teile der Reichsanleihe zur Barzeichnung aufgelegt wurden. Soweit von einem Umtausch der 6%igen Anleihe Gebrauch gemacht worden ist, wurden zwar mit nominell 4% verzinsliche Papiere den Umtauschenden zur Verfügung gestellt, die Effektivverzinsung stellte sich jedoch für die Konvertierenden wegen der vom Reich gewährten Konversionsprämie von 5% für die folgenden drei Jahre auf 6%, in diesem Falle, so daß man von einem Fortschritt auf dem Wege der Zinsverbilligung noch nicht sprechen kann[4]).

Anders ist es mit dem zur freien Zeichnung aufgelegten Teil der Anleihe, die in ihrer Konstruktion mit elastischer Zinsgestaltung einen Übergang zu einem künftigen niedrigeren Zinssatze darstellt. An und für sich wird die Anleihe, wie bereits erwähnt, mit 4% nominal verzinst. Bei einem Ausgabekurs von 95% und einer Laufzeit von 10 Jahren errechnet sich zunächst hieraus eine durchschnittliche Effektivverzinsung von 4,625%. In der Form, in der Tilgung und die dabei sich ergebenden Disagiogewinne und Zinszahlung miteinander verkoppelt worden sind, ergeben sich noch Möglichkeiten einer erhöhten Verzinsung. Die Tilgung, die in 10 gleichen Jahresraten erfolgt, kann auf zwei Arten durchgeführt werden:

1. bei einem Kurs von 100% oder über 100% nur durch Auslosung.
2. bei einem Kurs unter 100% durch Rückkauf.

Die im letzteren Falle vom Schuldner ersparten Tilgungsbeträge kommen nicht diesem zugute, sondern werden den Anleihebesitzern der noch nicht amortisierten Effekten in Form einer Erhöhung der laufenden Zinsen zugeführt. Über die zukünftige Gestaltung der Tilgungsgewinne und damit der tatsächlichen Realverzinsung lassen sich, weil die Kursgestaltung eine unvorhersehbare Größe ist, keine exakten Angaben machen. Die theoretische Berechnung bei verschiedenen Kursständen ist möglich, soll jedoch hier nicht durchgeführt werden[5]). Bedeutsamer in diesem Zusammenhang ist, daß die genannte Anleihe eine geschickte Lösung auf dem Wege der Zinssenkung darstellt. Durch die Verbindung von Kursbildung und Nominalverzinsung wird eine kursregulierende Wirkung erzielt, die darin besteht, daß jedes Absinken der Kurse eine Erhöhung der Realverzinsung zur Folge hat und auf diese Weise den

---

[4]) Die neue Reichsanleihe (ohne Verf.) in: Der dt. Oek. 52. Jg. Nr. 23 v. 8. 6. 34, S. 732.

[5]) Vgl. hierzu Zimmermann, Das Konversionsziel, a. a. O., S. 808.

Reiz zum Ankauf der Papiere vergrößert, letzten Endes also ein Kursauftrieb bewirkt wird.

Die genannte Emission kennzeichnet, worauf Zimmermann hinweist, „die Art und Weise staatlichen Handelns im Gebiete des Kapitalmarktes. Mit dem Ziel, am Rentenmarkt allmählich einen neuen Renditensatz durchzusetzen, wird durch schrittweises Vorgehen versucht, dem Markt bei peinlicher Beachtung der Grenzen seiner Leistungsfähigkeit neue richtungebende Impulse zu verleihen“[6]).

Der erste durchgreifende Erfolg der planvollen Kapitalmarktpolitik stellte sich dann zu Beginn des Jahres 1935 ein.

II. Die Konversionsreife des Kapitalmarktes.

Daß die kapitalmarktpolitischen Maßnahmen der Reichsregierung die Reorganisation des Marktes für langfristiges Leihkapital tatsächlich zur Folge hatten, zeigte sich deutlich im Laufe des Jahres 1934 an den verschiedensten Symptomen. Die bereits in den vorigen Abschnitten dargestellte Aufnahmewilligkeit für Rentenpapiere mit einem Zinsfuß von 4—4½% ist ein solches Zeichen. Auch die im zweiten Halbjahr 1934 sich darstellende, nach aufwärts gerichtete und nur von unbedeutenden Gegenbewegungen unterbrochene, Kurssteigerung der Renten ließ darauf schließen, daß der Markt der Konversionsreife näher kam. Weiterhin ist für die Kursgestaltung des Jahres 1934 die Nivellierungstendenz der einzelnen Wertpapiergruppen bezeichnend gewesen[7]).

„Die Entwicklung des Kursstandes der verschiedenen Renten an der Börse hat schon seit Wochen gezeigt, daß der Wertpapierinhaber sich auf eine Herabsetzung des Zinses eingerichtet hatte. In den letzten Monaten ist das Kursniveau der festverzinslichen Papiere an den deutschen Börsen um rund 10% des Nominalwertes gestiegen und ein großer Teil der bisher 6%igen verzinslichen Papiere ist an den Kurs von 100 nahe herangekommen, während gleichzeitig die mit 4½% verzinslichen Papiere einen Kursstand erreicht haben, der nur wenige Prozent unter dem Kursstand der 6%igen Papiere liegt“[8]).

---

[6]) Zimmermann, Das Konversionsziel, a. a. O., S. 810.
[7]) Vgl. Rentenkonversion in Deutschland. In: Die Wirtschaftskurve 13. Jg. H. 4, 1934/35, S. 411.
[8]) Schacht, Rundfunkansprache am 25. Januar 1935.

Die nachfolgende Tabelle gibt diese Entwicklung wieder[9]):

Rentenkurse an der Berliner Börse	15. Jan. 1935	31. Dez. 1934	31. Dez. 1933	Steigerung[11]) v. H.
Pfandbriefe d. Hyp. Akt. B.				
6%	96,60	95,56	91,37	5,7
5%	94,53	94.25	87,85	7,6
5½% Liquid. Pfandbr.	97,33	95,13	90,11	8,0
Kommunalobligat.				
6% (H.-A.-B.)	94,90	93,55	87,22	8,8
5% „	92,75	91,33	85,50	8,5
Dt. Komm. Samm. Abl. A.	109,75	103,75	88,25	24,4
Öffentl. Anleihen				
6%	95,18	93,44	85,70	11,1
5% Dt. Reichsanl.[10])	98,88	97,25	92,50	6,9
Abl. Anl. d. Länd.	107,80	99,20	81,78	31,8
Anl. Abl. Sch. d. Rs.	110,75	104,25	89,80	23,3

Aus ihr wird gleichzeitig ersichtlich, daß die Zinssenkung keinen Zwangseingriff in den Kapitalmarkt bedeutete, d. h. daß durch sie keine neue Marktlage künstlich geschaffen, sondern eine bereits bestehende rechtlich verankert wurde. Insofern wird die zu Beginn des Jahres durchgeführte Zinskonversion mit Recht als „organisch" bezeichnet.

1. Die Zinsermäßigung bei Pfandbriefen und Kommunalobligationen.

Das „Gesetz über die Durchführung einer Zinsermäßigung bei Kreditanstalten"[12]) vom 24. Januar 1935 beginnt mit der Konversion auf dem wichtigen Teilmarkte der Pfandbriefe und Kommunalobligationen. Das Gesetz bestimmt, daß alle Kreditanstalten, die Schuldverschreibungen gegen Hypothekendeckung ausgegeben haben, ermächtigt werden, soweit die Verzinsung bisher 6% oder mehr betrug, ein Umtauschangebot zu erlassen, wonach die Pfandbriefe in solche von 4½% umzutauschen sind. Das Angebot gilt „als vom Inhaber angenommen, wenn es von ihm nicht innerhalb einer Frist von 10 Tagen abgelehnt wird" (§ 1 Abs. 1). Ausgenommen von der Konversion sind Aufwertungsschuldverschreibungen und Schuldverschreibungen, die im Auslande begeben sind.

Die Umwandlung ist freiwillig; derjenige Pfandbriefbesitzer, der weiter im Besitze der Verzinsung bleiben will, muß in der genannten Frist Protest anmelden. Er behält dann sein Papier mit der alten Ver-

---

[9]) Entnommen: Wirtschaft u. Statistik, 15. Jg. 1935, Nr. 2, S. 75.
[10]) Bis 31. Juli 6%.
[11]) 15. Jan. 1935 gegen 31. Dez. 1933.
[12]) RGBl. I, S. 45.

zinsung, muß aber in Kauf nehmen, daß eine Notierung dafür nicht mehr stattfindet, so daß er der Vorteile der Börsenfähigkeit verlustig geht. Andererseits haben die Inhaber, die mit der Umwandlung einverstanden sind, einen Anspruch auf eine barzuzahlende Entschädigung in Höhe von 2% des Nennbetrages (§ 2).

Von der vorgenannten Konversion wurden zunächst für zusammen 8,2 Milliarden RM., Pfandbriefe von 6,4 Milliarden und Kommunalobligationen 1,8 Milliarden erfaßt[13]).

Die Tatsache, daß der Zeitpunkt der Zinsumwandlung richtig gewählt, d. h. daß der Markt konversionsreif war, kommt in dem außerordentlich erfolgreichen Ergebnis der Transaktion zum Ausdruck. Dies wird weiterhin durch den günstigen Verlauf der Kursbewegung am Rentenmarkte bestätig.

Die Ablehnungsquoten bei der Pfandbriefkonversion betrugen noch nicht ganz 0,3%[14]). Vergleicht man damit die Proteste, die bei Konversionen in anderen Ländern festzustellen sind, dann zeigt sich, daß die deutsche Konversion am günstigsten abgeschnitten hat. In England stimmten im Sommer 1932 8% des Umlaufs nicht zu, in Frankreich im Herbst desgleichen Jahres 5% und in Italien im Februar 1934 2%[15]).

Hinsichtlich der Kursentwicklung ist zu sagen, daß nach einem anfänglichen vorübergehenden Absinken der Kurse der Markt sich sehr bald auf die neue Lage eingestellt hatte. Die Kurse sind in den neuen Zinssatz hineingewachsen und zeigen wiederum steigende Tendenz[16]).

Über die kreditpolitischen Auswirkungen der Konversion machte Reichsbankdirektor Hasse bemerkenswerte Ausführungen: Kein wirtschaftlich Einsichtiger werde sich darüber im Unklaren sein, daß nur in einer gesunden Wirtschaft eine Erhaltung seines Vermögens gesichert ist, daß die bisherigen überhöhten Zinssätze ungesund waren und zum Teil nur aus der Substanz bezahlt werden konnten, ihre Ermäßigung daher nicht zuletzt auch im Gläubigerinteresse liege . . . Dadurch, daß die Zinssätze wieder in ein gesundes Verhältnis zu den Ertragsmöglichkeiten gebracht werden, sei die Bahn für einen Abbau des Schuldnerschutzes freigemacht. Während bisher der Schuldner alle Mittel für den Zinsendienst bereitstellen mußte, könne er jetzt infolge der Erleichterung an einen Abbau seiner Verpflichtugen und damit an die Wiedererlangung seiner wirtschaftlichen Bewegungsfreiheit denken[17]).

---

[13]) Wirtschaft u. Stat. 15. Jg. Nr. 2, S. 76.

[14]) Heinrich, Kurstendenzen am Rentenmarkt. In: Der deutsche Oekonomist, 53. Jg. Nr. 10 v. 8. März 1935, S. 503.

[15]) Frankf. Ztg. v. 8. 2. 1935.

[16]) Eine eingehende Darstellung der Auswirkung der Konversion auf die Kursgestaltung vgl. Heinrich, a. a. O., S. 503 ff.

[17]) Hasse, Der Sinn der großen Zinskonversion. In: Der dt. Volkswirt, 9. Jg. 1. Febr. 1935, Nr. 18, S. 785 ff.

2. Die Zinsermäßigung bei öffentlichen Anleihen.

Die Konversion im Bereiche der öffentlichen Anleihen wurde durch das „Gesetz über Zinsermäßigung bei öffentlichen Anleihen" vom 27. Februar 1935[18]) eingeleitet, die den Gläubigern von Schuldverschreibungen und Schatzanweisungen der Länder, Gemeindeverbände, Gemeinden und Zweckverbänden sowie den Gläubigern gewisser Reichsschuldbuchforderungen mit Wirkung vom 1. April 1935 eine allgemeine Zinssenkung auf $4^1/_2$% anbietet. Weil in diesem Falle eine große Anzahl von Anleiheschuldnern in Betracht kamen, wurde das Angebot auf Umtausch unmittelbar durch das Gesetz selbst im Namen der Schuldner erlassen (§ 1). Nicht betroffen werden gemäß § 2 des Gesetzes:

a) Aufwertungsschuldverschreibungen.
b) Im Ausland begebene Schuldverschreibungen. Als im Ausland begeben gelten Schuldverschreibungen, die auf ausländische Zahlungsmittel lauten oder bei denen die Zinsen vom Steuerabzug vom Kapitalertrag befreit worden sind. Schuldverschreibungen, die zum amtlichen Handel an einer deutschen Börse zugelassen sind, gelten nicht als im Ausland begeben.
c) Schuldverschreibungen und Schatzanweisungen, bei denen der noch ausstehende Gesamtbetrag der Ausgabe in voller Höhe oder zu mehr als 50 v. H. in den Kalenderjahren 1935, 1936 und 1937 fällig wird oder hinsichtlich deren die Fälligkeit infolge Ablaufs eines Stundungsabkommens im Kalenderjahr 1938 eintritt.
d) Schuldverschreibungen und Schatzanweisungen von Ländern, Gemeindeverbänden und Gemeinden, für die das Angebot auf Umwandlung in Schuldverschreibungen des Umschuldungsverbandes deutscher Gemeinden (Gemeindeumschuldungsgesetz vom 21. September 1931 — RGBl. I S. 647) abgelehnt worden ist. Für diese Schuldverschreibungen und Schatzanweisungen bleibt eine besondere gesetzliche Regelung vorbehalten.
3) Schuldverschreibungen und Schatzanweisungen, die bis zum Inkrafttreten dieses Gesetzes zur Rückzahlung im Kalenderjahr 1935 ausgelost worden sind.

Im übrigen ist die Regelung der Zinsermäßigung dem Gesetz vom 24. Januar weitgehend angeglichen. Es herrscht auch hier das Prinzip der Freiwilligkeit des Umtausches; die Umtauschenden erhalten eine Entschädigung in Höhe von 2 v. H. des Nennbetrages der Schuldverschreibung (§ 4). Die nicht konvertierten Effekten werden von der Zulassung zum amtlichen Handel an der Börse ausgeschlossen (§ 9 Abs. 1).

Bemerkenswert ist, daß unter die Konversion nur 2,08 Milliarden, noch nicht $^1/_5$ der öffentlichen Anleihen fallen. Es werden bekanntlich zunächst in die Konversion nur diejenigen Forderungen einbezogen, die

---

[18]) RGBl. I, S. 286.

mit 6% oder höher verzinslich sind. „Dadurch fallen schon die meisten Schatzanweisungen, die in den letzten Jahren bei bereits sinkenden Zinssätzen begeben wurden, weg“[19]).

Auch die anderen, oben angeführten Ausnahmen schränken die Zahl der zu konvertierenden Anleihen stark ein. Die nachfolgende Aufstellung vermittelt hierüber eine zahlenmäßige Übersicht[20]).

Schuldenverschreibungen, Schuldenbuchforderungen und Schatzanweisungen öffentlicher Schuldner in Mill. RM.		Reich [21])	Länder einschl. Hansestädte [21])	Gemeinden [22])	Gem.-verbände [22])	Zweckverbände [22])	Zusammen
Konvertierbar:							
Reichsschuldbuchforderungen[23])		959,4	—	—	—	—	959,4
Inlandsschuldverschreibungen	Neuverschuldung	—	386,1	597,9	76,1[24])	42,2	1084,3
Inlandsschatzanweisungen	Neuverschuldung	—	1,6	17,8	—	—	19,4
Festwertschuldverschreib.		—	9,7	2,7	0,9	—	13,3
Zusammen:		959,4	397,4	618,4	77,0	24,2	2076,4
Nicht konvertierbar:							
Reichsschuldbuchford.[23]) fällig bis 1937		169,5	—	—	—	—	169,5
Wiederaufbauzuschläge		84,0	—	—	—	—	84,0
Inlandsschuldverschreib. unter 6%	Neuverschuldung	682,6	—	—	—	—	682,6
Inlandsschatzanw. fällig bis 1937 oder unter 6%	Neuverschuldung	1706,6	597,4	41,9	4,4	—	2350,3
Noch umzuschulden od. Umschuld. abgelehnt.		—	—	54,7	—	—	54,7
Festwertschuldverschreib. unter 6%		11,1	1,8	5,5	0,1	—	18,5
Auslandsschuldverschreib.		1433,9	269,8	253,5	0,2	14,8	1972,2
Aufwertungsschuldverschr.		3335,5	73,9	186,1	32,8	—	3628,3
Zusammen:		7423,2	942,9	541,7	37,5	14,8	8960,1
Insgesamt:		8382,6	1340,3	1160,1	114,5	39,0	11036,5

[19]) Wirtschaft und Statistik, 15. Jg. 1935, Nr. 6, 2. Märzheft, S. 222.
[20]) ebenda, S. 222.
[21]) Stand am 31. Dezember 1934.
[22]) Stand am 30. September 1934.
[23]) Aufgrund des Kriegsschädenschlußgesetzes v. 30. März 1928 oder der Polenschädenverordnung v. 14. Juli 1930 eingetragen.
[24]) Ohne die Anleihen der Provinzen Schleswig-Holstein, Hannover und Sachsen für ihre Landesbanken, die nicht als öffentl. Schulden gezählt sind.

Das Ergebnis der Konversion — es gingen nur 0,6% Ablehnungen ein — und die Kursentwicklung der betroffenen Papiere haben auch hier wiederum den Beweis erbracht, daß die Maßnahmen der nationalsozialistischen Regierung die richtigen gewesen sind.

Mit der Zinssenkung auf den wichtigsten Teilgebieten des Kapitalmarktes war das erste Ziel der planmäßigen Kapitalmarktpolitik erreicht. Es ist erwiesen worden, daß eine wirksame und umfassende Zinsermäßigung nicht durch autoritäre Maßnahmen „verordnet" werden kann, sondern daß sie in verständiger Zusammenarbeit von Regierung und Wirtschaft, unter Einsatz aller Kräfte am richtigen Platze aus dem Markte heraus organisch erwächst.

III. Die Frage der Emissionsreife.

Mit dem bisher Erreichten dürfen aber die Bemühungen um eine Konsolidierung des Kapitalmarktes noch nicht nachlassen. Es gilt in zäher Ausdauer das nächste Ziel zu erreichen, nämlich den Kapitalmarkt für Kapitalbeanspruchungen wieder funktionsfähig zu machen. Entscheidend für die zukünftige Entwicklung ist, daß es nicht bei der papiernen Korrektur der Zinsen bleibt, sondern auch neue Emissionen zu den ermäßigten Zinsen möglich werden, um die private und öffentliche Investitionstätigkeit auf die Dauer finanzieren zu können[25]).

Es ist in letzter Zeit die Behauptung ausgesprochen worden, daß der Kapitalmarkt eine viel größere Aufnahmefähigkeit bewiesen habe, als gemeinhin angenommen werde[26]). Dabei wird an die Unterbringung der Gemeindeumschuldungsanleihe, an die Steuergutscheine und an die in Reichsmark umgewandelten Dollarobligationen erinnert.

Trotzdem ist festzustellen, daß die Emissionstätigkeit bis in die jüngste Zeit hinein sehr gering gewesen ist. Die folgende Tabelle läßt dies erkennen[27]):

---

[25]) Grüger, Kapital und Zins. In: Die nationale Wirtschaft, Jg. 3, Nr. 4 v. 5. April 1935, S. 109.

[26]) Vgl. Strathus, Neuemission von Pfandbriefen. In: Der dt. Oekonomist, 53. Jg. H. 6 v. 19. 4. 35, S. 503.

[27]) Die nationale Wirtschaft, 3. Jg. 5. April 1935, Nr. 4, S. 107.

Emissionstätigkeit am inländischen Kapitalmarkt.
in Mill. M. bezw. RM.

	Inländische Kapitalaufnahme					
	durch öffentliche Hand			durch private Hand		
	Anleihen	Steuergutscheine	Kommunalobligationen	Pfandbriefe	Anleihen priv. Unternehmen	Aktien-Bareinzahlung
1913	1251	—	741		331	600
1930	529	—	429,6	1021,8	35	555
1931	65	—	88,6	226,3	1	635
1932	246	263,2	— 83,0	— 376,9	10	150
1933	22	952,1	— 61,6	— 174,6	2	90
1934	24	293,8	— 51,6	— 85,1	4	143

Daß tatsächlich der Kapitalmarkt eine vergrößerte Aufnahmewilligkeit zeigt, ergibt sich aus der leichten Unterbringung der $4^1/_2$%igen Emission der Hamburger Hypothekenbank, deren Zuteilung trotz der niedrigen Verzinsung — die Auflegung zur Zeichnung geschah noch vor der Konversion — repartiert werden mußte[28]). Allerdings handelte es sich dabei zunächst nur um den geringfügigen Betrag von 10 Millionen RM.

Daß die Reichsregierung zunächst noch auf eine Schonung des Kapitalmarktes Wert zu legen scheint, ersieht man aus der Begebung der 500 Millionen Anleihe, die unter vollkommener Schonung des offenen Marktes durch Unterbringung bei den Sparkassen durchgeführt wurde[29]).

Es werden auch in Zukunft alle Maßnahmen darauf abgestellt sein müssen, den Rentenmrkt nicht zu überlasten, um ihn funktionsfähig zu erhalten. Alle Emissionen haben sich nach der Aufnahmefähigkeit des Marktes zu richten und es sind keine Ansprüche an den Kapitalmarkt zu stellen, denen er nicht gerecht werden kann.

Die raschen Fortschritte, die in den Jahren seit der nationalen Erhebung gemacht worden sind, berechtigen zu der Annahme, daß die Konsolidierung des Kapitalmarktes nicht mehr lange auf sich warten läßt. Die bisherigen Erfolge, die erzielt werden konnten, sind umso höher zu veranschlagen, wenn man bedenkt, daß, wie dies Reichsbankdirektor Blessing einmal ausgeführt hat, es schwerer ist, die Befreiungspolitik der nationalsozialistischen Regierung zu betreiben, als die Beleihungspolitik, die die früheren Regierungen gemacht haben[30]).

---

[28]) Erste Pfandbriefemission. In: Der dt. Volkswirt. 9. Jg. Nr. 15, v. 1. 1. 35. S. 651.

[29]) Vgl. S. 81 dieser Arbeit.

[30]) Blessing, Gegenwartsfragen der Reichsbank, Vortrag in der Verwaltungsakademie in Berlin. Nach Deutsche Bergwerkszeitung Nr. 8 v. 23. 1. 1935.

Schrifttum.

Amonn, A.: Objekt und Grundbegriffe der theoretischen Nationalökonomie, Wien 1911.

Baumgarten: Zwangssparkasse für Aktionäre? In: Der deutsche Volkswirt. Jg. 9, Nr. 2 v. 12. 10. 34.

v. Beckerath: Kapitalmarkt und Geldmarkt. Jena 1916.

Benning: Kapitalmarkt und Konversionsaufgabe. In: Bankarchiv 33 Jg. Nr. 20 v. 15. 7. 34.

Bensch: Neuschöpfung der Realkredite durch den Pfandbrief. In: Die deutsche Volkswirtschaft 1933. 2. Jg. Nr. 12 vom 20. 9. 33.

Blessing: Gegenwartsfragen der Reichsbank. Vortrag in der Verwaltungsakademie Berlin. Nach Dt. Bergwerkszeitung Nr. 8 v. 23. 1. 35.

Boesler: Die Deutsche Finanzwirtschaft seit 1933, In: Weltwirtschaftliches Archiv, 42. Bd. Jena 1935/II.

Braden: Die offene Marktpolitik, Diss. Würzburg 1935.

Burgeß: Die Reserve Banken und der Geldmarkt in den Vereinigten Staaten. Berlin 1928.

Cassel: Theoretische Sozialökonomie. Leipzig 1932.

Deumer: Das Gesetz über die Gewinnverteilung bei Kapitalgesellschaften, Berlin und Leipzig 1935.

Döring, Franz: Kreditwirtschaft und Bankenreform, München und Berlin 1934.

Drechsler: Die Steuerung des Agrarkredits. In: Der deutsche Oekonomist. 52. Jg. Nr. 44 v. 2. 11. 34.

Einsiedel: Wechseldeckung oder Effektendeckung. In: Bankarchiv 33. Jg. Nr. 13 v. 1. 4. 34.

v. Falkenhausen: Das Anleihestockgesetz und seine Durchführung. In: Bankarchiv Jg. 34 v. 1. April 35.

Fick, Harald: Der öffentliche Haushalt in Krise, Depression und Aufschwung der Wirtschaft in: Jb. f. N. u. St. Bd. 139, Jena 1933/II.

Fischer, Otto Chr.: Die fehlerhafte Kreditpolitik. In: Untersuch. des Bankwesens. Teil I, Bd. I, Berlin 1933.

— „ —: Die Funktionen des Kredits in der neuen Wirtschaft. Vortrag an der Lessing-Hochschule Berlin. In: Dt. Bergwerkszeitg. v. 8. 12. 34.

— „ —: Die Funktionen des Kredits und das Reichsgesetz über das Kreditwesen v. 5. 12. 1934. Berlin 1935.

Fischer, Joh.: Ein Vergleich zwischen der Auslandsverschuldung der Vereinigten Staaten v. Amerika vor dem Kriege und der Deutschlands nach dem Kriege, Diss. Frankf. 1930.

Gädeke: Liquiditätsfragen der Sparkassen und Giroorganisationen. In: „Sparkasse". 55. Jg. II. 3. v. 1. 2. 33.

Gerloff: Die Besteuerung der Landwirtschaft vor und nach dem Kriege. In: Sering, Die deutsche Landwirtschaft, 50. Sonderheft der Berichte über Landw. Berlin 1932.

Gerstner: Bilanzanalyse. Berlin und Leipzig 1933.

Gniewoß: Wie die Gemeindefinanzen gesund wurden. In: Deutsche Gemeindebeamtenzeitung, 42. Jahrg. Berlin, 23. 2. 36.

Grüger: Kapital und Zins. In: Die nat. Wirtschaft Jg. 3 Nr. 4 v. 5. 4. 35.
Hasse: Die Krisenmaßnahmen des Jahres 1931. In: Unters. des Bankwesens, Teil I, Bd. II. Berlin 1933.
— „ —: Der Sinn der großen Zinskonversion. In: Der deutsche Volkswirt. 9. Jg. Nr. 18 v. 1. 2. 35.
Heilbrunn: Zweifelsfragen im Kapitalanlagegesetz. Z. f. h. F. 1934 Jg. 28, H. 9.
Heinrich: Kurstendenzen am Rentenmarkt. In: Der deutsche Oekonomist, 53. Jg. Nr. 10 v. 8. 3. 35.
Heiser: Das neue Kapitalanlagegesetz. In: Der prakt. Betriebswirt Jg. 14. Nr. 14. April 1934.
Hettlage: Gemeindefinanzen. In: Der Gemeindetag. Neue Folge, 3. Jahrg. Stuttgart und Berlin 1936.
Heyer: Der Umfang des Gewinnbegriffs beim Kapitalanlagegesetz. In: Der Wirtschaftstreuhänder. Jg. 3, Nr. 25 v. 1. 12. 34.
Hoeres: Die Besteuerung von Spekulationsgewinnen nach dem neuen Einkommensteuergesetz. In: Bankarchiv. 34. Jg. Nr. 13, v. 1. 4. 35.
Hövel, P.: Grundlagen deutscher Wirtschaftspolitik. Berlin 1935.
Kaiser u. Benning: Kapitalbildung und Investitionen in der Deutschen Volkswirtschaft 1924—28. 22. Sonderheft d. Instituts für Konjunkturforschung.
Kalveram: Bankbetriebslehre. Handelshochschule Bd. I, Berlin 1929. Kap. IX.
— „ —: Finanzierung, Handelshochsch. Bd. I, Kap. VIII, Bln. 1929.
— „ —: Betriebswirtschaftliche Rationalisierung. Handelshochschule Bd. V (Ergänzungsband).
— „ —: Der Kapitalbegriff der Betriebswirtschaftslehre. In: Bankwissenschaft, 9. Jg. 1932/33.
— „ —: Das Kapital im betriebswirtschaftl. Produktionsprozeß. In: Bankwiss. 10. Jg. 1933.
— „ —: Theorie der Kapitalbildung. In: Bankwiss. Berlin 1933.
— „ —: Organisches Bankwesen, Sonderdruck der Bankwiss. Berl. 1933.
— „ —: Selbstkostenrechnung, Preispolitik und Wirtschaftssteuerung. Z. f. B. 12. Jg. 1935. H. 1.
v. Katzler: Bankenpolitik im nationalsozialistischen Staat. In: Bankarchiv 13. Jg. Nr. 9 v. 1. 2. 34.
Klagges: Reichtum und soziale Gerechtigkeit. Leipzig 1932.
Koehler: Zweifel um den Anleihestock. In: Der Wirtschaftstreuhänder, Jg. 3, Nr. 21 v. 1. 11. 34.
Kokotkiewicz: Der Immobiliarkredit, seine Lage und Aussichten. Vierteljahrsh. zur Konjunkturforschung, Sonderheft 30, Berl. 1932.
— „ —: Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft des Agrarkredits. Berlin 1934.
Kuczynski: Deutsche Anleihen im Ausland, 1924—27. Berlin 1928.
Liefmann: Inlandskapital, Auslandskapital, Kriegstribute. In: Weltwirtschaftl. Abhandl. u. Vorträge. Leipzig 1930.
Listemann: Die Lage der Gemeindefinanzen. In: Deutsches Wohnungsarchiv, 11. Jahrgang, Heft 2, Berlin 1936.
Lüer: Banken und Arbeitsbeschaffung. In: Rhein-Main. Wirtschaftsztg. 20. Febr. 34 Nr. 4.
Meesmann: Die deutschen Auslandsschulden und ihre Regelung. Oldenburg i. O. 1933.

Müller-Armack: Staatsidee und Wirtschaftsordnung im neuen Reich. Berlin 1933.
Müller, Fr.: Das Reichsgesetz über das Kreditwesen. In: Bankarchiv, 34. Jg. Nr. 7 v. 1. 1. 35.
— „ —: Das Reichsgesetz über das Kreditwesen. In: Zahlungsverkehr und Bankbetrieb. 17. Jg. Nr. 1 v. 10. 1. 35.
Nassen: Kapital und Arbeit im III. Reich. Berlin 1933.
von Nell-Breuning: Grundzüge der Börsenmoral. Freiburg i. B. 1928.
Nicklisch: Die Liquidität der Kreditinstitute. In: Die Betriebswirtschaft. 28. Jg. Nr. 3, März 1935.
Oswalt, H.: Grundzüge der Geldtheorie. Jena 1929.
Pappenheim: Gewinnausschüttung und Anlagestock. In: Dt. Bergwerkszeitung v. 9. Sept. 1934.
Pisani: Die Zinsgestaltung in den Nachkriegsjahren. Diss. Hamb. 1931.
Posse, E. H.: Umschichtung der Wirtschaft und der Wirtschaftsauffassung. Hamburg 1934.
Prion: Der internationale Geld- und Kapitalmarkt nach dem Kriege. München u. Leipzig 1918.
Reusch: Die Natur der Spareinlagen und die Liquidität. Der deutsche Oekonomist. 53. Jg. Nr. 15 v. 12. 4. 35.
Richter: Aufbruch des Kapitalmarktes. In: Die Nationale Wirtschaft, 2. Jg. Nr. 1 v. 5. 1. 34.
Rößle, W.: Ständestaat und politischer Staat. In: Recht und Staat in Geschichte und Gegenwart, H. 113, Tübingen 1914.
Schacht: Rede auf der Generalversammlung der Reichsbank am 27. Oktbr. 1933. In: Die dt. Bergwerkszeitung Nr. 127 v. 2. 11. 33.
— „ —: Rede anläßlich der 50 Jahr-Feier der Stuttgarter Städt. Sparkasse. In: Frankf. Ztg. v. 18. 11. 1934 Nr. 589.
— „ —: Rundfunkansprache am 25. 1. 35 über die Zinssenkungsaktion.
Schmalenbach: Kapital, Kredit und Zins. Leipzig 1933.
Schmidt, F.: Elastische Lohnpolitik. In: Z. f. B. Jahrg. 8, H. 10, Okt. 1931.
Schönfelder, W.: Wende in der Wirtschaftsethik, In: Soziale Erneuerung, 2. Jg., H. 15, Berlin 1934.
Sering: Die deutsche Landwirtschaft. 50. Sonderheft d. Ber. über Landwirtschaft. Berlin 1932.
— „ —: Deutsche Agrarpolitik. Leipzig 1934.
Somary: Bankpolitik. Tübingen 1930.
Sombart: Das Wirtschaftsleben im Zeitalter des Hochkapitalismus. München und Leipzig 1927.
Speer: Zinsproblem und Bankenenquete. In: Zahlungsverkehr u. Bankbetrieb Nr. 2, Jg. 16, 10. 2. 34.
Spiethoff: Die äußere Ordnung des Kapitalmarktes. In: Schmollers Jahrbuch 1909.
— „ —: Ueber Kapital, Geld- und Gütermarkt in ihrem Verhältnis zueinander. In: Schmollers Jahrbuch, Bd. 33, München und Leipzig 1909.
Strathus: Neuemission von Pfandbriefen. In: Der deutsche Oekonom. 53. Jg. H. 6. v. 19. 4. 35.
Terhalle: Finanz und steuerpolitische Maßnahmen in Deutschland von Anfang 1933 bis Herbst 1934. In: Jb. f. N. u. St. Band 141, Jena 1935.

Tewaag: Die Zerrüttung des Geld- und Kapitalmarktes. In: Untersuchung des Bankwesens. I. Teil, Bd. I, Berlin 1933.
— „ —: Versuche zur Beeinflussung des Kapitalmarktes. Teil I, Bd. II, In: Unters. d. Bankwesens.
Wachsmann: Das Osthilfegesetz und seine landwirtschaftliche Problematik. In: Deutsche Agrarpolitik, Veröff. d. Fr. List-Ges. Berlin 1932.
Wagemann: Stat. Randbemerkungen zum Thema Kapitalbildung u. Besteuerung. Veröffentl. d. Fr. List-Gesellschaft Bd. IV.
— „ —: Zum neuen Gesetz über das Kreditwesen. In: Wochenber. des Instituts zur Konjunkturforschung. 7. Jg. Nr. 52, 19. 12. 34.
Weber, Ad.: Das Gutachten der Sachverständigen und die Volkswirtschaft. München 1924.
Welter: Die Ursachen des Kapitalmangels in Deutschland. Tüb. 1931.
Zimmermann: Die Kreditpolitik der deutschen Kommunen. Diss. Heidelberg 1933.

Bankarchiv 1927, 1933—35.
Bankwissenschaft 1932—33.
Der praktische Betriebswirt 1934.
Die Bank. 1933.
Die Betriebswirtschaft. 1935.
Der deutsche Oekonomist. 1933—35.
Rhein-Mainische Wirtschaftszeitung 1934.
Der deutsche Volkswirt 1933—35.
Die deutsche Volkswirtschaft 1933—35.
Die nationale Wirtschaft 1934—35.
Wirtschaft und Statistik 1925, 1932—36.
Wirtschaftsdienst, 1933.
Die Wirtschaftskurve, 1935.
Der Wirtschaftstreuhänder, 1934.
Sparkasse. 1934.
Zahlungsverkehr und Bankbetrieb, 1934—35.
Zeitschrift für Betriebswirtschaft. 1931, 1934—35.
Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, 1934.
Verwaltungsbericht der Reichsbank, Berlin 1928—35.
Deutsche Rentenbank-Kreditanstalt. Berlin 1934—35.
Verhandlungen und Berichte des Unterausschusses für Landwirtschaft, Bd. 12, Berlin 1930.
Reichsgesetzblatt, I, 1930—35.
„ II, 1924 u. 1933.
Deutsche Allgemeine Zeitung.
Deutsche Bergwerkszeitung.
Deutsche Sparkassenzeitung.
Frankfurter Zeitung.

Abkürzungen.

D. A. Z.	=	Deutsche Allgemeine Zeitung.
Jb. f. N. u. St.	=	Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik.
RGBl.	=	Reichsgesetzblatt.
Z. f. B.	=	Zeitschrift für Betriebswirtschaft.
Z. f. h. F.	=	Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung.

Lebenslauf.

Als Sohn des Amtsgerichtsrats Ruhl wurde ich am 6. 3. 1907 in Gudensberg, Kreis Fritzlar, geboren. Nach dem Besuch der Volksschule und der Oberrealschule in Marburg ging ich nach Frankreich, um die französische Sprache zu erlernen. Nach einjährigem Aufenthalt in Frankreich wandte ich mich dem kaufmännischen Beruf zu. Zunächst arbeitete ich ein Jahr in einer Überseespedition. Anschließend war ich in einer Bank tätig. Im Herbst 1929 begann ich mit dem Studium der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften an der Universität Frankfurt Main. Hier bestand ich die Fachvorprüfung, die Sonderreifeprüfung und im Juli 1934 die kaufmännische Diplomprüfung. In Verbindung mit der vorstehenden Arbeit legte ich im Juni 1935 die mündliche Doktorprüfung ab.

Gerhard Ruhl.